



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

2004





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



LA
POLITIQUE
MONÉTAIRE
DE LA BCE

2004

© Banque centrale européenne, 2004

Adresse

Kaiserstrasse 29
D-60311 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Adresse postale

Boîte postale 16 03 19
D-60066 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Téléphone

+49 69 13 44 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Télécopie

+49 69 13 44 60 00

Télex

411 144 ecb d

La présente publication a été préparée sous la responsabilité du Directoire de la BCE.

La traduction a été effectuée par la Banque nationale de Belgique et la Banque de France.

Tous droits réservés. Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.

Les statistiques figurant dans cette publication ont été arrêtées à fin juin 2003.

ISSN 92-9181-513-6 (version papier)

ISSN 92-9181-514-4 (internet)

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	7
CHAPITRE I	
Le cadre institutionnel de la politique monétaire unique	9
CHAPITRE 2	
Les structures économiques et financières de la zone euro	17
2.1 Les principaux traits de l'économie réelle	17
2.2 Le marché du travail	19
2.3 Le secteur public	21
2.4 Le commerce extérieur	24
2.5 La structure financière	25
2.6 Les marchés de capitaux	30
2.7 Les intermédiaires financiers	35
CHAPITRE 3	
La stratégie de politique monétaire de la BCE	41
3.1 Le rôle de la politique monétaire et les avantages de la stabilité des prix	41
3.2 Le mécanisme de transmission de la politique monétaire	44
3.3 La stratégie de politique monétaire de la BCE : principes généraux	50
3.4 La définition quantifiée de la stabilité des prix par la BCE	51
3.5 L'analyse des risques pesant sur la stabilité des prix dans le cadre de la stratégie de politique monétaire de la BCE	56
3.6 La responsabilité, la transparence et la communication	69
CHAPITRE 4	
La mise en œuvre de la politique monétaire	75
4.1 Les principes généraux et les objectifs à l'origine de la définition du cadre opérationnel	75
4.2 Vue d'ensemble du cadre opérationnel de l'Eurosystème	77
4.3 Les réserves obligatoires	81
4.4 Les opérations d' <i>open market</i>	84
4.5 Les facilités permanentes	90
4.6 La liquidité de banque centrale et les besoins de refinancement du système bancaire	91
4.7 Le fonctionnement du cadre opérationnel de janvier 1999 à juin 2003	95

CHAPITRE 5

La conduite de la politique monétaire au cours des premières années d'existence de la politique monétaire unique	97
5.1 Introduction	97
5.2 Les principales évolutions	98
5.3 Une évaluation de la politique monétaire au cours de cette période	105

ANNEXE

Résumé historique : les trois étapes de l'Union économique et monétaire	107
--	------------

GLOSSAIRE	111
------------------	------------

BIBLIOGRAPHIE	129
----------------------	------------

INDEX	133
--------------	------------

ENCADRÉS

1.1 Dispositions fondamentales du Traité et des statuts du SEBC	14
2.1 Dispositions institutionnelles pour des finances publiques saines au niveau de l'UE	23
2.2 Les marchés de capitaux : quelques termes clés	30
2.3 Les agrégats monétaires	36
3.1 Résultats d'études empiriques sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro	49
3.2 L'élaboration et les caractéristiques de l'IPCH	53
3.3 L'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE	55
3.4 Les autres stratégies de politique monétaire	58
3.5 Les statistiques relatives aux évolutions économiques et financières dans la zone euro	60
3.6 La monnaie et les prix à long terme	65
3.7 La valeur de référence de la BCE pour la croissance monétaire	67
3.8 Les principaux canaux de communication de la BCE	72
4.1 Les contreparties et les garanties	79
4.2 Les modifications de la durée des opérations principales de refinancement et du calendrier relatif à la période de constitution des réserves à compter de mars 2004	86
4.3 Les différents types d'opérations d' <i>open market</i>	88

TABLEAUX

2.1 Principales caractéristiques de l'économie réelle de la zone euro en 2002	18
2.2 Taux d'activité par sexes et par tranches d'âge dans la zone euro et aux États-Unis en 2002	20
2.3 Échanges de biens de la zone euro en 2002	25

2.4	Placements financiers et financements des agents non financiers de la zone euro à fin 2002	28
2.5	Encours de titres de créance à court terme libellés en euros émis par les résidents de la zone euro	32
2.6	Encours de titres de créance à long terme libellés en euros émis par les résidents de la zone euro	33
2.7	Encours de titres de créance libellés en monnaies nationales émis par les résidents de la zone euro, des États-Unis et du Japon à fin 2002	34
2.8	Capitalisation boursière dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	34
2.9	Nombre de sociétés nationales ou étrangères cotées en bourse dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	35
2.10	Nombre d'institutions financières monétaires dans la zone euro	36
2.11	Définition des agrégats monétaires de la zone euro	37
2.12	Dépôts et prêts bancaires dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon à fin 2002	39
3.1	Estimations de l'incidence sur le PIB en volume et les prix à la consommation d'un relèvement de 1 point de pourcentage des taux directeurs dans la zone euro	49
3.2	Pondérations des principales composantes de l'IPCH de la zone euro applicables pour 2003	53
4.1	Opérations d' <i>open market</i> et facilités permanentes de l'Eurosystème	77
4.2	Exigibilités des établissements de crédit incluses dans l'assiette des réserves	82
4.3	Structure du bilan d'une banque centrale	93
4.4	Contributions à la liquidité du système bancaire	94

GRAPHIQUES

1.1	Les organes de décision de la BCE	10
2.1	Ventilation par tranches d'âge de la population totale en 2002	17
2.2	Chômage dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	19
2.3	Déficit et dette des administrations publiques dans la zone euro	22
2.4	Pondérations des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro	25
2.5	Fonctions des systèmes financiers	26
2.6	Part respective des différentes composantes de M3 à fin 2002	38
2.7	Ventilation du bilan consolidé des IFM de la zone euro (Eurosystème inclus) à fin 2002	39
3.1	Illustration du mécanisme de transmission des taux d'intérêt aux prix	45
3.2	La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de la BCE	69
4.1	Taux d'intérêt directeurs de la BCE et Eonia	81
4.2	Fonctionnement du système de réserves obligatoires de l'Eurosystème	83
4.3	Recours aux facilités permanentes de janvier 1999 à juin 2003	90
4.4	Recours aux facilités permanentes au cours d'une période de constitution des réserves	91

4.5	Opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme, en volume	95
4.6	Réserves obligatoires et facteurs autonomes de la liquidité	96
5.1	Inflation mesurée par l'IPCH	98
5.2	Taux de change effectif nominal de l'euro et cours du pétrole	99
5.3	M1 et concours au secteur privé	99
5.4	Croissance de M3 et valeur de référence	100
5.5	PIB en volume, production industrielle et indice de confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro	101
5.6	Indicateurs d'anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro	102

AVANT-PROPOS

Depuis le 1^{er} janvier 1999, la Banque centrale européenne (BCE) assure la conduite de la politique monétaire unique dans la zone euro. Le traité instituant l'Union européenne assigne à l'Eurosystème un objectif principal, à savoir le maintien de la stabilité des prix, qui reflète un consensus largement accepté selon lequel la stabilité des prix est la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la croissance économique, à la création d'emplois et à la cohésion sociale.

En octobre 1998, le Conseil des gouverneurs a adopté sa stratégie de politique monétaire et l'a présentée au public, bien avant l'introduction de la monnaie unique. Cette stratégie a permis d'élaborer un cadre solide pour la prise de décision, tout en constituant le fondement de la responsabilité de la BCE vis-à-vis du public. Cette condition était essentielle pour asseoir, dès le début, la crédibilité de la BCE et la confiance dans l'euro.

Au cours de ses premières années d'existence, la politique monétaire unique a dû faire face à un certain nombre de défis importants. La BCE a été confrontée à la fois au quadruplement des prix du pétrole et à des fluctuations prononcées sur les marchés des changes et des actions. Il lui a également fallu gérer la période d'incertitude dans laquelle l'économie mondiale est entrée en 2001, au lendemain des attentats du 11 septembre, ainsi que les tensions géopolitiques qui ont suivi. En dépit de ce contexte difficile, la BCE a réussi à gagner et à conserver la confiance du public et des marchés. L'inflation a été maintenue à de faibles niveaux, malgré

l'ampleur des chocs défavorables, tandis que les indicateurs des anticipations d'inflation à long terme sont restés conformes à la définition de la stabilité des prix de la BCE.

Parallèlement, l'Eurosystème a également accompli ses missions, conformément aux normes techniques les plus élevées. Le cadre opérationnel mis en place pour la politique monétaire unique fonctionne de manière tout à fait satisfaisante depuis le lancement de l'euro en 1999 et, par conséquent, les taux d'intérêt à court terme n'ont affiché qu'une faible volatilité.

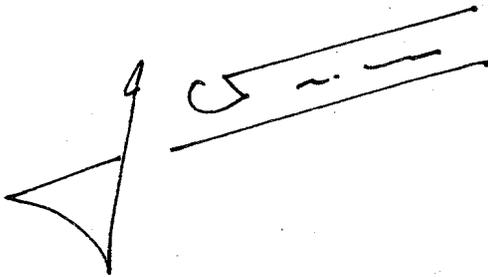
Ce livre fournit une vue d'ensemble exhaustive de la politique monétaire de la BCE et de son contexte économique et institutionnel afin d'expliquer les aspects importants de la politique monétaire unique à un plus large public. La première édition, publiée en 2001, a été traduite dans la plupart des langues officielles de la Communauté, ainsi qu'en chinois, en japonais et en coréen. Étant donné le vif intérêt suscité par cette publication en Europe et dans le reste du monde, et à la lumière des nouvelles évolutions observées au cours des deux dernières années, la BCE a décidé d'en réaliser une version mise à jour.

La présentation de la deuxième édition de cette publication reflète celle de la précédente et fournit une actualisation de la structure économique et financière de la zone euro. Cette édition est également conforme à la confirmation et à la clarification de la stratégie de politique monétaire de la BCE, effectuées par le Conseil des gouverneurs en mai 2003. Elle tient

également compte de certaines modifications du cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème et de notre expérience sur le terrain de l'élaboration de notre politique depuis la publication de la première édition.

Je suis convaincu que cette nouvelle édition de « La politique monétaire de la BCE » permettra de progresser sur la voie de la meilleure compréhension possible de la politique monétaire de la BCE.

Francfort-sur-le-Main, janvier 2004

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized initial 'J' followed by a series of loops and a long horizontal stroke.

Jean-Claude Trichet

I LE CADRE INSTITUTIONNEL DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE

Depuis le 1^{er} janvier 1999, la Banque centrale européenne (BCE) assume la responsabilité de la conduite de la politique monétaire dans la zone euro, deuxième pôle économique du monde après les États-Unis. Le transfert de la responsabilité en matière de politique monétaire des onze banques centrales nationales (passées au nombre de douze, en raison de la participation de la Grèce, à compter du 1^{er} janvier 2001) à une nouvelle institution supranationale a constitué un jalon important dans le processus long et complexe de l'intégration européenne. Préalablement à l'adoption de l'euro, tous les pays candidats ont dû remplir un certain nombre de critères de convergence destinés à assurer les conditions économiques et juridiques préalables permettant de participer avec succès à une union monétaire axée sur la stabilité. Le présent chapitre décrit les principaux aspects institutionnels utiles à la compréhension de la politique monétaire de la BCE.

La BCE, le SEBC et l'Eurosystème

Le Traité, qui constitue l'assise juridique de la politique monétaire unique...

Le Traité instituant la Communauté européenne (modifié) constitue l'assise juridique de la politique monétaire unique. Des extraits de la plupart des dispositions juridiques y afférentes figurent dans l'encadré 1.1. ¹.

... a créé la BCE et le SEBC

Le Traité et les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne (statuts du SEBC), annexés au Traité sous forme de protocole, ont institué la BCE et le Système européen de banques centrales (SEBC) à compter du 1^{er} juin 1998. Le SEBC comprend la BCE et les banques centrales nationales (BCN) de l'ensemble des États membres de l'UE (article 107 (1) du Traité) ².

Les termes d'« Eurosystème » et de « zone euro »

Le terme d'« Eurosystème » désigne la BCE et les BCN des États membres ayant adopté l'euro ³. Aussi longtemps que des États membres n'auront pas

adopté l'euro, il sera nécessaire de faire une distinction entre l'Eurosystème et le SEBC. Le terme « zone euro » fait référence à la zone comprenant les États membres de l'UE ayant adopté l'euro.

L'objectif de la politique monétaire unique et les missions dévolues à l'Eurosystème

Le Traité (article 105 (1)), ayant été élaboré sur le principe de l'adoption, à terme, de l'euro par l'ensemble des États membres de l'UE, fait référence au SEBC et non à l'Eurosystème et dispose que « l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix » et que « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à

L'importance primordiale de la stabilité des prix

¹ En juin 2003, la Convention européenne sur l'avenir de l'Europe a soumis un projet de traité établissant une Constitution pour l'Europe (« projet de Constitution ») au Conseil européen. La Conférence intergouvernementale sur l'avenir de l'Europe (fin 2003) s'est servie du projet de Constitution comme base de discussion. Les principales dispositions relatives à la politique monétaire unique ont été reprises dans le projet de Constitution sans modifications de fond.

² À la différence du SEBC considéré dans son ensemble, la BCE a été dotée de la personnalité juridique par le Traité. Chaque BCN est dotée d'une personnalité juridique conforme à la législation de son pays.

³ Les gouverneurs des BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro ne participent pas à la prise de décision pour la politique monétaire de la zone euro, de même que ces BCN ne participent pas à la mise en œuvre opérationnelle de ces décisions.

l'article 2 ». À cet égard, l'article 2 du Traité mentionne, parmi les objectifs de la Communauté, « un niveau d'emploi (...) élevé, une croissance soutenable et non inflationniste, un degré élevé de compétitivité et de convergence des performances économiques ». Le Traité établit ainsi clairement une hiérarchie des objectifs de l'Eurosystème en assignant une importance primordiale à la stabilité des prix. En axant la politique monétaire de la BCE sur le respect de cet objectif principal, le Traité précise clairement que le maintien de la stabilité des prix représente la contribution la plus importante que la politique monétaire puisse apporter à la réalisation d'un environnement économique favorable et d'un niveau d'emploi élevé.

- détenir et gérer les réserves de change officielles des États membres,
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

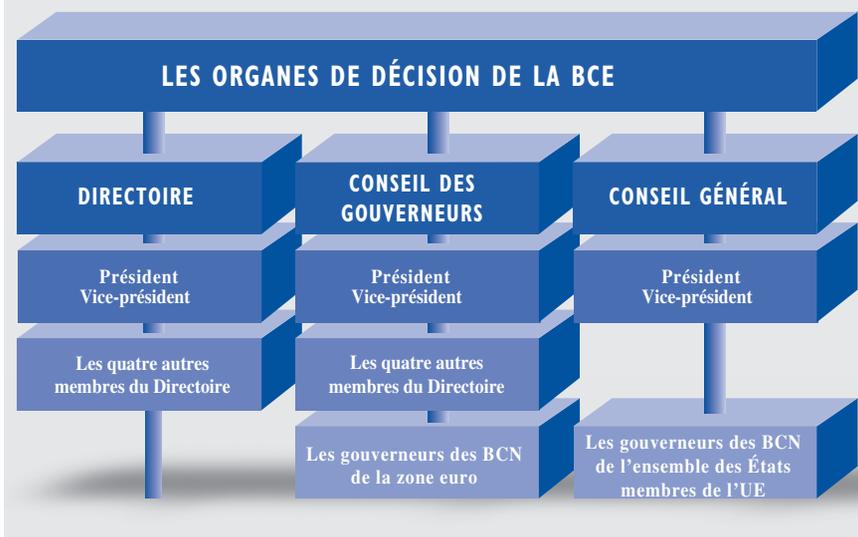
La BCE est seule habilitée à autoriser l'émission de billets de banque au sein de la zone euro. En coopération avec les BCN, la BCE collecte les informations statistiques nécessaires à la réalisation des missions de l'Eurosystème, soit auprès des autorités nationales, soit directement auprès des agents économiques. En outre, l'Eurosystème contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit et de stabilité du système financier. En vertu de l'article 6 des statuts du SEBC, la BCE ainsi que, sous réserve de son accord, les BCN peuvent participer aux institutions monétaires internationales. La BCE décide du mode de représentation de l'Eurosystème dans le domaine de la coopération internationale.

Les missions essentielles de l'Eurosystème

Conformément au Traité (article 105 (2)), les missions fondamentales relevant de l'Eurosystème consistent à :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro,
- conduire les opérations de change,

Graphique 1.1 Les organes de décision de la BCE



Les organes de décision de la BCE

La BCE comprend deux organes de décision, qui sont responsables de l'élaboration, la conduite et la mise en œuvre de la politique monétaire unique : le Conseil des gouverneurs de la BCE et le Directoire de la BCE (cf. graphique 1.1). Le Conseil général constitue un troisième organe de décision de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE se compose des six membres du Directoire, ainsi que des gouverneurs des BCN de la zone euro (douze gouverneurs en 2003). Le Conseil des gouverneurs et le Directoire sont présidés par le président de la BCE ou, en son absence, par le vice-président. Le Conseil des gouverneurs assume les responsabilités suivantes :

- il arrête les orientations et prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Eurosystème,
- il définit la politique monétaire de la zone euro.

En vertu des statuts du SEBC (article 12.1), la définition de la politique monétaire de la zone euro recouvre également la prise de décisions concernant « les objectifs monétaires intermédiaires, les taux directeurs et l'approvisionnement en réserves » au sein de l'Eurosystème. En outre, le Conseil des gouverneurs arrête les orientations nécessaires à l'exécution de ces décisions.

Le Directoire de la BCE

Le Directoire de la BCE se compose du président et du vice-président ainsi que de quatre autres membres, tous nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des

États membres de la zone euro. En vertu des statuts du SEBC (articles 12.1 et 12.2), le Directoire assume les responsabilités suivantes :

- la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs,
- la mise en œuvre de la politique monétaire, conformément aux orientations et décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs et, dans ce cadre, la transmission des instructions nécessaires aux BCN de la zone euro,
- la gestion des affaires courantes de la BCE,
- l'exercice de certains pouvoirs, y compris de nature réglementaire, qui lui ont été délégués par le Conseil des gouverneurs.

Le Conseil général de la BCE se compose du président et du vice-président de la BCE, ainsi que des gouverneurs des BCN de tous les États membres de l'UE (quinze en 2003 ; vingt-cinq après l'élargissement de l'UE le 1^{er} mai 2004). Il sera maintenu tant qu'il subsistera des États membres n'ayant pas adopté l'euro. Le Conseil général n'assume aucune responsabilité dans les décisions de politique monétaire de la zone euro. Il accomplit les missions héritées de l'Institut monétaire européen (IME)⁴ qui doivent encore être exécutées précisément parce que tous les États membres n'ont pas adopté l'euro. En vertu des statuts du SEBC (articles 44, 45 et 47) et du Traité (article 117(2)), le Conseil général contribue :

- au renforcement de la coordination des politiques monétaires (des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro et de la BCE), en vue d'assurer la stabilité des prix,

Le Conseil général de la BCE

⁴ L'IME a été créé le 1^{er} janvier 1994 et a été mis en liquidation le 1^{er} juin 1998, après l'instauration de la BCE. Chargé de la mise en place du SEBC, l'IME était également responsable du renforcement de la coopération entre banques centrales et de la coordination des politiques monétaires. Pour de plus amples détails sur l'histoire de l'Union économique et monétaire (UEM), se reporter à l'annexe

- à la collecte d'informations statistiques,
- à l'établissement des rapports d'activité de la BCE,
- aux préparatifs nécessaires à la fixation irrévocable des taux de change des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro.

Les modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs

Les principes de base

Conformément aux statuts du SEBC, les décisions du Conseil des gouverneurs concernant la politique monétaire et les autres missions de l'Eurosystème sont prises à la majorité simple. Les décisions de politique monétaire au sein de la zone euro doivent reposer sur une vision d'ensemble de la zone euro. Chaque membre du Conseil des gouverneurs dispose d'une voix. En cas de partage des voix, celle du président de la BCE est prépondérante. Lorsqu'ils prennent des décisions, les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en qualité de représentants nationaux, mais en toute indépendance et à titre personnel.

L'adaptation des modalités de vote du Conseil des gouverneurs

Le Conseil des gouverneurs devra également prendre ses décisions de manière efficace et en temps opportun au sein d'une zone euro élargie. À cet effet, préalablement à l'adhésion de dix pays supplémentaires à l'UE le 1^{er} mai 2004, le Conseil européen a approuvé, le 21 mars 2003, la décision de modification des statuts du SEBC qui prévoit une adaptation des modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs⁵. Selon le nouveau système de vote, les six membres du Directoire conserveront un droit de vote permanent, tandis que les droits de vote des gouverneurs des BCN seront soumis à un système de rotation

lorsque le nombre de pays de la zone euro dépassera quinze. Toutefois, tous les gouverneurs participeront à l'ensemble des réunions du Conseil des gouverneurs, qu'ils disposent ou non d'un droit de vote au moment considéré.

L'indépendance de la banque centrale

Le cadre institutionnel de la politique monétaire unique instaure une banque centrale indépendante de toute influence politique. De nombreuses analyses théoriques, fondées sur des données empiriques solides, attestent que l'indépendance de la banque centrale est un facteur de maintien de la stabilité des prix.

L'indépendance vis-à-vis des influences politiques

L'article 108 du Traité pose le principe essentiel d'indépendance de la banque centrale. Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés, ni la BCE, ni les BCN, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter d'instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE.

D'autres dispositions visent également à préserver l'indépendance de l'Eurosystème et des organes de décision de la BCE. Ainsi, les dispositifs financiers de la BCE sont distincts de ceux de la Communauté européenne. La BCE a son propre budget et son capital est souscrit et libéré par les BCN de la zone euro.

D'autres dispositions contribuent à préserver l'indépendance

⁵ Cette décision a été soumise à l'ensemble des États membres pour être ratifiée conformément à leurs règles constitutionnelles respectives.

L'attribution de mandats de longue durée aux membres du Conseil des gouverneurs ainsi qu'une règle stipulant le non-renouvellement du mandat des membres du Directoire contribuent également à réduire au minimum les influences politiques susceptibles de s'exercer sur les différents membres des organes de décision de la BCE. En outre, l'indépendance de l'Eurosystème est préservée par l'interdiction, figurant dans le Traité, qui est faite aux banques centrales d'accorder des découverts ou crédits au secteur public (cf. encadré 2.1).

La politique de change doit également s'attacher à la stabilité des prix

Le Traité contient également des dispositions destinées à assurer que la poursuite de l'objectif de stabilité des prix soit pleinement respectée par la politique de change unique. Si le Traité prévoit que les décisions en matière de politique de change relèvent de la responsabilité conjointe du Conseil Ecofin et de la BCE, il contient des dispositions veillant à la pleine compatibilité de la politique de change avec l'objectif primordial de la politique monétaire unique. En premier lieu, l'article 4 du Traité dispose de façon explicite que l'objectif principal de la politique monétaire et de la politique de change uniques est de maintenir la stabilité des prix. En deuxième lieu, s'agissant du cadre général dans lequel s'inscrit la conduite de la politique de change, le Traité requiert que les décisions dans ce domaine soient prises sans préjudice de l'objectif principal. Enfin, l'Eurosystème est seul habilité à décider et mettre en œuvre des opérations d'intervention sur le marché des changes.

L'obligation d'information

Les dispositions en vue de garantir la responsabilité

Pour préserver sa légitimité, une banque centrale indépendante doit être responsable, vis-à-vis des institutions

démocratiques et de l'opinion publique, des actions qu'elle entreprend dans le cadre de son mandat. Sans porter atteinte à l'indépendance de l'Eurosystème, l'article 15 des statuts du SEBC impose à la BCE des obligations précises en matière d'information. Ainsi, la BCE est tenue de publier des rapports trimestriels sur les activités de l'Eurosystème ainsi qu'une situation financière consolidée hebdomadaire. En outre, elle doit publier un rapport annuel sur ses activités et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours. Le rapport annuel doit être adressé au Parlement européen, au Conseil de l'UE et à la Commission, ainsi qu'au Conseil européen. Pour atteindre le niveau le plus élevé de transparence, la BCE a décidé d'aller plus loin que ces exigences statutaires (cf. chapitre 3).

Encadré I.1 Dispositions fondamentales du Traité et des statuts du SEBC

Cet encadré présente une sélection de dispositions fondamentales concernant la politique monétaire extraites du Traité et des statuts du SEBC. Les textes juridiques sont disponibles dans leur intégralité sur les sites internet *www.eu.int* et *www.ecb.int*.

I. EXTRAITS DU TRAITÉ INSTITUANT LA COMMUNAUTÉ EUROPÉENNE

Article 2

La Communauté a pour mission, par l'établissement d'un marché commun, d'une union économique et monétaire et par la mise en œuvre des politiques ou des actions communes visées aux articles 3 et 4, de promouvoir dans l'ensemble de la Communauté un développement harmonieux, équilibré et durable des activités économiques, un niveau d'emploi et de protection sociale élevé, l'égalité entre les hommes et les femmes, une croissance durable et non inflationniste, un haut degré de compétitivité et de convergence des performances économiques, un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement, le relèvement du niveau et de la qualité de vie, la cohésion économique et sociale et la solidarité entre les États membres.

Article 4

1. Aux fins énoncées à l'article 2, l'action des États membres et de la Communauté comporte, dans les conditions et selon les rythmes prévus par le présent Traité, l'instauration d'une politique économique fondée sur l'étroite coordination des politiques économiques des États membres, sur le marché intérieur et sur la définition d'objectifs communs, conduite conformément au respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.

2. Parallèlement, dans les conditions et selon les rythmes et les procédures prévus par le présent Traité, cette action comporte la fixation irrévocable des taux de change conduisant à l'instauration d'une monnaie unique, l'écu, ainsi que la définition et la conduite d'une politique monétaire et d'une politique de change uniques dont l'objectif principal est de maintenir la stabilité des prix et, sans préjudice de cet objectif, de soutenir les politiques économiques générales dans la Communauté, conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.

3. Cette action des États membres et de la Communauté implique le respect des principes directeurs suivants : prix stables, finances publiques et conditions monétaires saines, balance des paiements stable.

Article 105

1. L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 4.

2. Les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté ;
- conduire les opérations de change conformément à l'article 111 ;
- détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

3. Le troisième tiret du paragraphe 2 s'applique sans préjudice de la détention et de la gestion, par les gouvernements des États membres, de fonds de roulement en devises.

4. La BCE est consultée:

- sur tout acte communautaire proposé dans les domaines relevant de sa compétence ;
- par les autorités nationales, sur tout projet de réglementation dans les domaines relevant de sa compétence, mais dans les limites et selon les conditions fixées par le Conseil conformément à la procédure prévue à l'article 107 (6). La BCE peut, dans les domaines relevant de sa compétence, soumettre des avis aux institutions ou organes communautaires appropriés ou aux autorités nationales.

5. Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.

6. Le Conseil, statuant à l'unanimité sur proposition de la Commission, après consultation de la BCE et sur avis conforme du Parlement européen, peut confier à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit et autres établissements financiers, à l'exception des entreprises d'assurance.

Article 107

1. Le SEBC est composé de la BCE et des banques centrales nationales.

2. La BCE est dotée de la personnalité juridique.

3. Le SEBC est dirigé par les organes de décision de la BCE, qui sont le Conseil des gouverneurs et le Directoire [...].

Article 108

Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par le présent Traité et les statuts du SEBC, ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions.

2. EXTRAITS DU PROTOCOLE (N° 18) SUR LES STATUTS DU SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES ET DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Article 12 (Responsabilités des organes de décision)

1. Le Conseil des gouverneurs arrête les orientations et prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées au SEBC par le Traité et les présents Statuts. Le Conseil des gouverneurs définit la politique monétaire de la Communauté, y compris, le cas échéant, les décisions concernant les objectifs monétaires intermédiaires, les taux directeurs et l'approvisionnement en réserves dans le SEBC, et arrête les orientations nécessaires à leur exécution. Le Directoire met en œuvre la politique monétaire conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs. Dans ce cadre, le Directoire donne les instructions nécessaires aux banques centrales nationales. En outre, le Directoire peut recevoir délégation de certains pouvoirs par décision du Conseil des gouverneurs. Dans la mesure jugée possible et adéquate et sans préjudice du présent article, la BCE recourt aux banques centrales nationales pour l'exécution des opérations faisant partie des missions du SEBC.

2. Le Directoire est responsable de la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs. [...]

Article 15 (Obligation de présenter des rapports)

1. La BCE établit et publie des rapports sur les activités du SEBC au moins chaque trimestre.
2. Une situation financière consolidée du SEBC est publiée chaque semaine.
3. Conformément à l'article 113 de ce Traité, la BCE adresse au Parlement européen, au Conseil et à la Commission, ainsi qu'au Conseil européen, un rapport annuel sur les activités du SEBC et sur la politique de l'année précédente et de l'année en cours.
4. Les rapports et situations visés au présent article sont mis gratuitement à la disposition des personnes intéressées.

Article 17 (Comptes auprès de la BCE et des banques centrales nationales)

Afin d'effectuer leurs opérations, la BCE et les banques centrales nationales peuvent ouvrir des comptes aux établissements de crédit, aux organismes publics et aux autres intervenants du marché et accepter des actifs, y compris des titres en compte courant, comme garantie.

Article 18 (Opérations d'*open market* et de crédit)

1. Afin d'atteindre les objectifs du SEBC et d'accomplir ses missions, la BCE et les banques centrales nationales peuvent :
 - intervenir sur les marchés de capitaux, soit en achetant et en vendant ferme (au comptant et à terme), soit en prenant et en mettant en pension, soit en prêtant ou en empruntant des créances et des titres négociables, libellés en monnaies communautaires ou non communautaires, ainsi que des métaux précieux ;
 - effectuer des opérations de crédit avec des établissements de crédit et d'autres intervenants du marché sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts.
2. La BCE définit les principes généraux des opérations d'*open market* et de crédit effectuées par elle-même ou par les banques centrales nationales, y compris de l'annonce des conditions dans lesquelles celles-ci sont disposées à pratiquer ces opérations.

Article 19 (Réserves obligatoires)

1. Sous réserve de l'article 2, la BCE est habilitée à imposer aux établissements de crédit établis dans les États membres la constitution de réserves obligatoires auprès de la BCE et des banques centrales nationales, conformément aux objectifs en matière de politique monétaire. Les modalités de calcul et la détermination du montant exigé peuvent être fixées par le Conseil des gouverneurs. Tout manquement constaté à cet égard met la BCE en droit de percevoir des intérêts à titre de pénalité et d'infliger d'autres sanctions ayant un effet analogue.
2. Aux fins de l'application du présent article, le Conseil définit, conformément à la procédure prévue à l'article 42, la base des réserves obligatoires et les rapports *maxima* autorisés entre ces réserves et leur base, ainsi que les sanctions appropriées en cas de non-respect.

2 LES STRUCTURES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO

La poursuite de l'objectif de stabilité des prix exige une bonne compréhension des facteurs à l'œuvre dans le processus de formation des prix, notamment des mécanismes de transmission de la politique monétaire. Le présent chapitre offre une vue d'ensemble des principales structures économiques et financières de l'économie de la zone euro. Il examine en premier lieu les principaux traits de l'économie réelle, en particulier la structure de la production, les aspects démographiques et les caractéristiques essentielles du marché du travail, la politique budgétaire, ainsi que la configuration des échanges entre la zone euro et le reste du monde. Il décrit ensuite les principales caractéristiques de la structure financière au travers d'un examen des marchés monétaire et financier ainsi que des principales institutions financières concernées, en distinguant les institutions financières monétaires (IFM) des autres intermédiaires financiers.

2.1 LES PRINCIPAUX TRAITES DE L'ÉCONOMIE RÉELLE

La zone euro est la deuxième économie du monde

Alors que les différents pays qui forment aujourd'hui la zone euro peuvent être considérés comme des économies relativement petites et ouvertes, la zone euro, considérée dans son ensemble, forme une économie vaste et beaucoup plus fermée. En conséquence, les caractéristiques structurelles de la zone euro peuvent

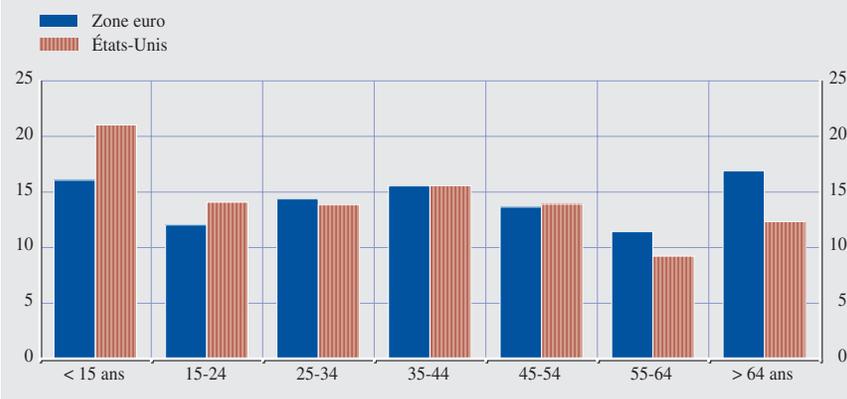
davantage se comparer à celles des États-Unis ou du Japon qu'à celles de chacun des pays qui la composent. Le tableau 2.1 présente un certain nombre de caractéristiques macroéconomiques essentielles de la zone euro.

En termes de population, la zone euro est la plus grande économie développée du monde : en 2002, elle totalisait 308 millions d'habitants, soit un peu plus que les États-Unis et plus du double

La population

Graphique 2.1 Ventilation par tranches d'âge de la population totale en 2002

(en pourcentage de la population globale)



Sources : Eurostat et Bureau of Census pour les États-Unis

Tableau 2.1 Principales caractéristiques de l'économie réelle de la zone euro en 2002

	Unité	Zone euro	États-Unis	Japon
Population ¹⁾	millions	307,8	287,5	127,3 ²⁾
PIB (% du PIB mondial) ³⁾	%	15,7	21,1	7,1
PIB par habitant ³⁾	milliers d'euros	23,0	32,3	23,4 ²⁾
Secteurs de production ⁴⁾				
Agriculture, pêche, sylviculture	% du PIB	2,3	1,3	1,3 ²⁾
Industrie, y compris construction	% du PIB	27,4	21,6	29,4 ²⁾
Services, y compris non marchands	% du PIB	70,6	77,1	69,3 ²⁾
Taux de chômage (% de la population active)	%	8,4	5,8	5,4
Taux d'activité	%	68,2	76,4	72,7 ²⁾
Taux d'emploi ⁵⁾	%	62,4	71,9	69,1 ²⁾
Administrations publiques				
Capacité (+) ou besoin (-) de financement	% du PIB	- 2,2	- 3,4	- 6,7
Dettes brutes ⁶⁾	% du PIB	69,2	59,2	154,4
Recettes dont :	% du PIB	46,1	30,8	33,5
Impôts directs	% du PIB	12,2	12,8	9,1
Impôts indirects		13,4	7,7	8,5
Cotisations sociales	% du PIB	16,0	7,2	10,8
Dépenses dont :	% du PIB	48,4	34,2	40,2
Consommation finale	% du PIB	20,3	15,6	17,8
Transferts sociaux	% du PIB	17,0	12,1	10,7
Exportations de biens ⁷⁾	% du PIB	15,0	6,5	8,7 ²⁾
Exportations de biens et services ⁷⁾	% du PIB	19,7	9,3	10,7 ²⁾
Importations de biens ⁷⁾	% du PIB	13,2	11,1	7,4 ²⁾
Importations de biens et services ⁷⁾	% du PIB	17,7	13,3	10,1 ²⁾
Exportations (% des exportations mondiales) ⁸⁾	%	31,2	12,4	5,8
Balance des paiements courants ⁷⁾	% du PIB	0,9	- 4,6	2,8

Sources : Eurostat, FMI, Commission européenne, OCDE, Reuter, BCE et calculs de la BCE

Note : Tous les agrégats figurant dans ce tableau incluent les données relatives à la Grèce.

1) Zone euro : moyenne annuelle ; États-Unis : milieu d'année ; Japon : 1^{er} octobre

2) Chiffres pour 2001

3) Les données relatives aux États-Unis et au Japon sont converties en euros sur la base des parités de pouvoir d'achat (PPA) de l'OCDE.

4) Sur la base de la valeur ajoutée réelle

5) Emploi total en proportion de la population d'âge actif (âgée de 15 ans à 64 ans)

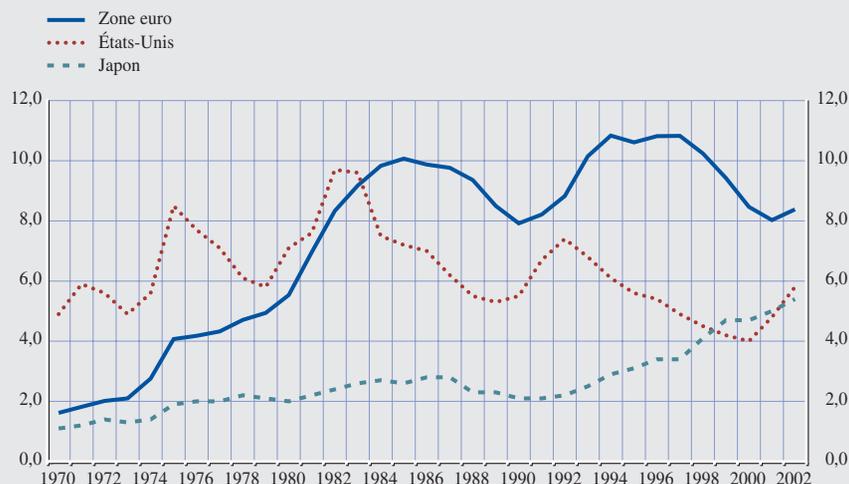
6) Pour la zone euro : dette brute des administrations publiques telle que définie dans le règlement du Conseil (CE) n° 3605/93

7) Données de balance des paiements ; pour la zone euro, elles ne prennent en compte que les échanges commerciaux hors zone euro.

8) Perspectives économiques mondiales du FMI ; la part de la zone euro dans les exportations mondiales comprend les échanges *intra* zone, qui représentent 50 % environ des exportations totales de la zone euro.

Graphique 2.2 Chômage dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

(en pourcentage de la population active ; données annuelles)



Source : Commission européenne

de la population du Japon. Le graphique 2.1 présente les différences de la structure par âges des populations respectives de la zone euro et des États-Unis. En moyenne, dans les pays de la zone euro, la proportion des très jeunes est légèrement inférieure à celle des États-Unis, alors que les personnes âgées sont nettement plus nombreuses.

secteurs public et privé dans l'ensemble du secteur des services États-Unis et de la zone euro sont très différentes. En particulier, le secteur des services publics est relativement réduit aux États-Unis, alors que ce même secteur représente une part beaucoup plus grande de l'économie de la zone euro. Dans ces deux économies ainsi qu'au Japon, le secteur industriel occupe la deuxième position en termes de pourcentage du PIB. Compte tenu du degré élevé de développement de ces trois pays, la part de l'agriculture, de la pêche et de la sylviculture y est relativement faible.

La part dans le PIB mondial

La zone euro représentait 15,7 % du PIB mondial en 2002 (exprimé en termes de parité de pouvoir d'achat), contre 21,1 % pour les États-Unis et 7,1 % pour le Japon. Les parts respectives de chacun des pays de la zone euro étaient nettement inférieures, la principale économie de la zone ayant contribué pour 4,4 % au PIB mondial en 2002.

2.2 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Le taux de chômage de la zone euro (nombre de chômeurs rapporté à la population active) atteignait des niveaux très élevés dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, dépassant nettement, en moyenne, celui des États-Unis (cf. graphique 2.2). Cet écart reflète les différences

Le secteur des services représente la part la plus importante du PIB de la zone euro

Les structures de la production dans la zone euro sont sensiblement similaires à celles des États-Unis et du Japon. Dans ces trois économies, le secteur des services représente la part la plus importante de la production totale. Néanmoins, les parts respectives des

Le taux de chômage structurel de la zone euro est supérieur à celui des États-Unis

Tableau 2.2 Taux d'activité par sexes et par tranches d'âge dans la zone euro et aux États-Unis en 2002

(en pourcentage de la population d'âge actif)

	Zone euro			États-Unis		
	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total
Toutes tranches d'âge	77,5	58,8	68,2	83,0	70,1	76,4
15-24 ¹⁾	47,7	40,2	44,0	65,5	61,1	63,3
25-34	91,6	74,8	83,3	92,4	75,1	83,7
35-44	95,3	74,1	84,7	92,1	76,4	84,1
45-54	90,7	66,7	78,7	88,5	76,0	82,1
55-59	68,4	42,7	55,4	78,0	63,8	70,7
60-64	31,2	14,3	22,5	57,6	44,1	50,5

Sources : Eurostat et statistiques du Bureau américain de statistiques sur l'emploi

1) Les données relatives aux États-Unis concernent la tranche d'âge des 16-24 ans.

structurelles existant entre les marchés du travail des États-Unis et ceux de la zone euro, différences qui ont donné lieu à un niveau de chômage structurel plus élevé dans la zone euro. Dans cette dernière, des réformes institutionnelles des marchés du travail ont été mises en œuvre dans les années quatre-vingt-dix, mais à des degrés divers. Dans certains cas, elles ont eu pour effet de réduire nettement le niveau du chômage. Néanmoins, des rigidités structurelles subsistent et expliquent la persistance de niveaux élevés de chômage dans la zone euro. En 2002, le taux de chômage s'élevait à 8,4 % en moyenne, soit environ 11,7 millions de chômeurs dans l'ensemble de la zone.

Le taux d'activité est relativement faible dans la zone euro

Il convient de souligner que la zone euro, dont le taux de chômage est relativement élevé, se caractérise également par un taux d'activité relativement faible (cf. tableau 2.2). Bien que l'écart se soit légèrement réduit au cours des années, le taux d'activité de la zone euro (68,2 %) était nettement inférieur en 2002 à celui des États-Unis (76,4 %). En 2002, l'écart par rapport aux États-Unis était de l'ordre de 11 points de pourcentage pour les femmes, environ deux fois

supérieur à celui constaté pour les hommes. Ce niveau globalement inférieur du taux d'activité de la zone euro par rapport à celui des États-Unis est essentiellement imputable aux catégories les plus jeunes et les plus âgées. D'une manière générale, le taux d'activité des jeunes Européens est très inférieur à celui de leurs homologues américains. Ce phénomène tient peut-être aux différences de traditions et de structures des systèmes éducatifs et sociaux. En outre, dans la zone euro, les actifs quittent généralement le marché du travail à un âge plus précoce qu'aux États-Unis. En revanche, les taux d'activité des personnes âgées de 25 ans à 54 ans sont assez proches.

Le taux d'emploi est également relativement faible dans la zone euro

En raison de son taux d'activité plus faible et de son taux de chômage plus élevé, la zone euro enregistre un taux d'emploi (emploi total en proportion de la population d'âge actif comprise entre 15 ans et 64 ans) beaucoup plus faible qu'aux États-Unis ou au Japon. Alors qu'il ne dépassait que légèrement 62 % en 2002 dans la zone euro, le taux d'emploi s'élevait à 70 % environ aux États-Unis et au Japon (cf. tableau 2.1). Ce niveau relativement bas du taux d'emploi dans

la zone euro, conjugué à un plus faible nombre d'heures travaillées par personne occupée, explique en grande partie que le PIB par habitant soit inférieur à celui des États-Unis.

Les rigidités structurelles peuvent entraver l'efficacité du marché du travail

Les aspects institutionnels du marché du travail, tels que la législation sur la protection de l'emploi, les systèmes d'indemnisation du chômage, le processus de formation des salaires et la fiscalité du travail, notamment, contribuent dans une large mesure à déterminer les évolutions économiques. Ainsi, les rigidités structurelles des marchés du travail limitent la vitesse d'ajustement d'une économie en cas de chocs économiques défavorables. Dès lors, elles sont généralement concomitantes de taux de chômage relativement élevés et durables. En outre, les rigidités du marché du travail tendent à freiner le rythme auquel une économie peut croître sans créer de tensions inflationnistes.

2.3 LE SECTEUR PUBLIC

La politique budgétaire a une incidence sur l'économie

Les politiques budgétaires ont une forte incidence sur la croissance économique et l'inflation. Il est donc important que les autorités monétaires suivent attentivement les évolutions de la politique budgétaire. Il existe de multiples canaux par lesquels la politique budgétaire se répercute sur l'économie et les prix. Le niveau et la structure des dépenses et recettes de l'État, ainsi que des déficits budgétaires et de la dette publique, constituent des variables clés intervenant dans ce processus.

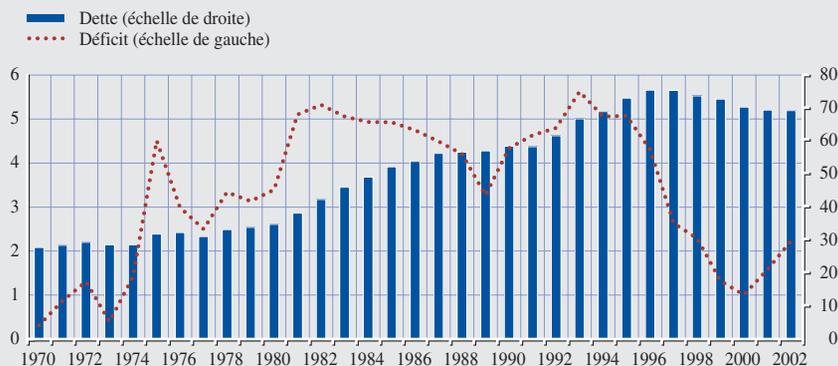
destinés à assurer la solidité des finances publiques (cf. encadré 2.1). En particulier, la procédure de déficit excessif du Traité, développée et clarifiée dans le Pacte de stabilité et de croissance, vise à limiter les risques pour la stabilité des prix qui pourraient résulter des politiques budgétaires nationales. Par exemple, une hausse excessive des dépenses publiques à un moment où l'économie tourne déjà pratiquement au maximum de ses capacités risquerait, en stimulant la demande globale, de créer des goulets d'étranglement et d'engendrer des tensions inflationnistes. Les déséquilibres budgétaires, caractérisés par des déficits élevés et un accroissement de la dette publique, ont marqué de nombreux épisodes d'inflation par le passé. La discipline budgétaire constitue par conséquent une composante essentielle de la stabilité macroéconomique. Tout comme les déséquilibres budgétaires, un niveau élevé de la dette publique peut avoir des effets dommageables. Lorsqu'un État doit s'acquitter, chaque année, de charges financières considérables, la situation budgétaire peut devenir intolérable et compromettre ainsi la stabilité des prix. Une dette publique élevée peut également avoir des conséquences négatives pour l'économie réelle et l'environnement financier. En particulier, un recours excessif de l'État aux marchés financiers tend à accroître le coût des ressources, ce qui peut réduire l'investissement privé (« effet d'éviction »). Compte tenu des problèmes susceptibles d'être créés par les déséquilibres budgétaires, l'obligation d'éviter les déficits excessifs représente un engagement fort en vue du maintien de politiques budgétaires concourant à la stabilité macroéconomique globale.

La stabilité macroéconomique requiert une politique budgétaire solide

Les politiques budgétaires demeurent du ressort exclusif des États membres dans la phase III de l'UEM. Toutefois, il existe, au niveau de l'UE, un certain nombre de mécanismes institutionnels

Graphique 2.3 Déficit et dette des administrations publiques dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)



Sources : Commission européenne, OCDE et calculs de la BCE

Note : Les données relatives au déficit ne tiennent pas compte des recettes au titre des ventes de licences UMTS, qui ont été particulièrement importantes en 2000 (1,1 % du PIB).

La part relativement importante des dépenses publiques dans le PIB de la zone euro ...

Le secteur des administrations publiques (administrations centrale, locale, d'États fédérés et de sécurité sociale) représente une part plus importante de l'économie de la zone euro que ce n'est le cas aux États-Unis ou au Japon. Dans la zone euro, la part des dépenses publiques dans le PIB atteignait 48 % du PIB en 2002, le niveau de recettes publiques rapporté au PIB s'établissant, pour sa part, à 46 %. En revanche, aux États-Unis, le secteur des administrations publiques représentait quelque 34 % du PIB en termes de dépenses et 31 % environ en termes de recettes. En 2002, le Japon a enregistré un ratio dépenses publiques/PIB de quelque 40 % et un ratio recettes/PIB de 34 %, ce qui souligne l'existence d'un déficit public élevé (cf. tableau 2.1).

caractéristiques des systèmes de sécurité sociale en Europe, la structure par âges de la population de la zone euro contribue également au niveau élevé des dépenses publiques. Comme le montre le graphique 2.1, la population de la zone euro est plus âgée, en moyenne, que celle des États-Unis, ce qui a une incidence sur les dépenses de retraite et de santé. Si les États membres concernés ne mettent pas en œuvre les réformes nécessaires, la situation actuelle sera aggravée, à l'avenir, par le vieillissement prévu de la population.

En ce qui concerne la structure des recettes publiques, la zone euro est davantage tributaire des cotisations sociales que les États-Unis ou le Japon. En outre, il y est fait plus largement appel à la fiscalité indirecte en tant que source de recettes, alors qu'aux États-Unis la fiscalité directe représente un pourcentage plus élevé des recettes fiscales totales.

Au cours de la période 1970-2002, les dépenses publiques ont été supérieures aux recettes publiques dans la zone euro. Ainsi, durant cette période, le

Les recettes publiques

Le déficit budgétaire

... reflète les parts élevées de la consommation finale de l'État et des transferts sociaux aux ménages

La part relativement importante des dépenses publiques dans le PIB de la zone euro s'explique en particulier par la proportion élevée tant de la consommation finale de l'État que des transferts sociaux aux ménages. Les différences entre pays sont dues en partie à une répartition différente des attributions du secteur public par rapport au privé. Compte tenu des

Encadré 2.1 Dispositions institutionnelles pour des finances publiques saines au niveau de l'UE

Tout en instituant une politique monétaire unique, le Traité maintient des responsabilités nationales en ce qui concerne les autres politiques économiques (budgétaire et structurelle, par exemple). Cependant, il stipule que les États membres « considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun » (article 99 du Traité).

En outre, le Traité contient plusieurs dispositions visant à assurer une situation saine des finances publiques durant la phase III de l'UEM, étant donné que la politique budgétaire reste du ressort des autorités nationales. L'une d'elles a trait à la procédure applicable en cas de déficit excessif, définie à l'article 104 du Traité et précisée dans un protocole annexé au Traité, où sont exposés les critères correspondant à une situation budgétaire saine. L'article 104 du Traité dispose que « les États membres doivent éviter les déficits publics excessifs ». Le respect de cette exigence est évalué sur la base de deux valeurs de référence : un ratio déficit public/PIB de 3 % et un ratio dette publique/PIB de 60 %. Le Traité définit des conditions, précisées dans le Pacte de stabilité et de croissance (par exemple, une baisse annuelle du PIB en volume d'au moins 2 %), dans lesquelles les ratios de déficit ou de dette supérieurs aux valeurs de référence peuvent être tolérés et ne seront pas considérés comme l'expression de l'existence d'un déficit excessif. Dans l'hypothèse où le Conseil de l'UE déciderait qu'un pays présente une situation de déficit excessif, la procédure relative aux déficits excessifs prévoit d'autres mesures, y compris des sanctions.

Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) a été adopté en 1997 et vient compléter et clarifier la mise en œuvre de la procédure de déficit excessif. Il est constitué de la Résolution du Conseil européen relative au Pacte de stabilité et de croissance, du « Règlement du Conseil relatif au renforcement de la surveillance des situations budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques » et du « Règlement du Conseil relatif à l'accélération et à la clarification de la procédure de déficit excessif ». En adoptant le PSC, les États membres se sont engagés à poursuivre l'objectif à moyen terme de soldes budgétaires « proches de l'équilibre ou en excédent ». De tels soldes devraient leur permettre de gérer l'incidence budgétaire de fluctuations conjoncturelles normales sans dépasser la valeur de référence de 3 % du PIB.

Dans un cadre de surveillance multilatérale, les États membres de la zone euro sont tenus de soumettre des programmes de stabilité au Conseil de l'UE et à la Commission européenne. Les États Membres qui ne participent pas à la zone euro doivent soumettre des programmes de convergence. Ces deux types de programmes contiennent les informations requises pour l'évaluation des ajustements budgétaires envisagés à moyen terme afin de parvenir à des situations budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent.

La clause de « non-renflouement » du Traité constitue un complément essentiel de ces dispositions visant à promouvoir des politiques budgétaires axées sur la stabilité. En vertu de l'article 103 (1) du Traité, « La Communauté ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales ou d'autres organismes ou entreprises publiques d'un État membre, ni ne les prend à sa charge (...). Un État membre ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publiques

d'un autre État membre, ni ne les prend à sa charge ». Cette clause vise à garantir que le remboursement de la dette publique reste du seul ressort national. Elle incite donc à mener des politiques budgétaires prudentes au niveau national.

D'autres dispositions contribuent à la discipline budgétaire : l'interdiction du financement monétaire des déficits budgétaires et de toute forme d'accès privilégié du secteur public aux institutions financières. L'article 101 du Traité interdit à la BCE et aux BCN des États membres d'opérer un financement monétaire des déficits budgétaires en « accordant des découverts ou tout autre type de crédit ». L'article 102 du Traité interdit toute mesure susceptible d'établir un accès privilégié des administrations publiques et des institutions ou organes communautaires aux institutions financières. Outre le fait qu'elles renforcent les incitations à poursuivre des finances publiques saines et des politiques budgétaires prudentes, ces dispositions contribuent à la crédibilité de la politique monétaire unique dans la poursuite de la stabilité des prix.

Le Traité dispose également que le Conseil de l'UE adopte, sur recommandation de la Commission européenne, les Grandes orientations des politiques économiques (GOPE). Ces orientations servent de cadre pour la définition des objectifs et orientations des États membres et de la Communauté européenne en matière de politique économique. Dans la mesure où l'ensemble des États membres doivent faire face, globalement, aux mêmes défis et nécessités concrètes, les Grandes orientations des politiques économiques définissent un certain nombre d'orientations générales qui s'appliquent à tous. Dans le même temps, et pour tenir compte des diversités nationales en termes de résultats et de perspectives économiques ainsi qu'au niveau des structures et des institutions, les GOPE contiennent des recommandations spécifiques à chaque pays. Conformément aux dispositions du Traité, elles doivent respecter l'indépendance de l'Eurosystème dans la poursuite de son objectif principal, à savoir le maintien de la stabilité des prix, et ne doivent en aucun cas chercher à influencer sa politique monétaire.

solde budgétaire des administrations publiques a affiché chaque année un déficit. Ce dernier atteignait près de 6,0 % du PIB en 1993, mais il a ensuite diminué progressivement, pour revenir à 1,0% du PIB en 2000 (cf. graphique 2.3). Par la suite, une nouvelle détérioration des finances publiques de la zone euro a provoqué un accroissement du déficit à 2,2 % du PIB en 2002, certains pays enregistrant même des déficits supérieurs à la valeur de référence de 3 % du PIB mentionnée dans le Traité (cf. encadré 2.1).

De son côté, la dette brute des administrations publiques a culminé à 75,4 % du PIB en 1996-1997 pour

l'ensemble de la zone, après avoir enregistré une progression rapide au cours des deux précédentes décennies. Elle a continuellement diminué par la suite, pour s'établir à 69,2% du PIB en 2002. Le ratio dette brute des administrations publiques/PIB a été quelque peu inférieur aux États-Unis, se situant à 59 % en 2002, alors qu'il a atteint 154 % au Japon.

2.4 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Bien que la zone euro puisse être sensiblement influencée par la conjoncture économique internationale, elle est beaucoup moins ouverte que chacun des pays qui la composent. Cette situation tend à limiter

L'économie de la zone euro est beaucoup moins ouverte que celle des pays qui la composent

Tableau 2.3 Échanges de biens de la zone euro en 2002

(part en pourcentage du total)

	Exportations	Importations
Total	100	100
<i>dont :</i>		
Machines et matériel de transport	45,8	36,5
Produits chimiques	14,8	10,0
Matières premières	1,8	4,5
Énergie	2,1	13,7
Produits alimentaires, boissons et tabac	6,0	6,0
Autres produits manufacturés	26,4	26,0
Autres biens	3,1	3,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

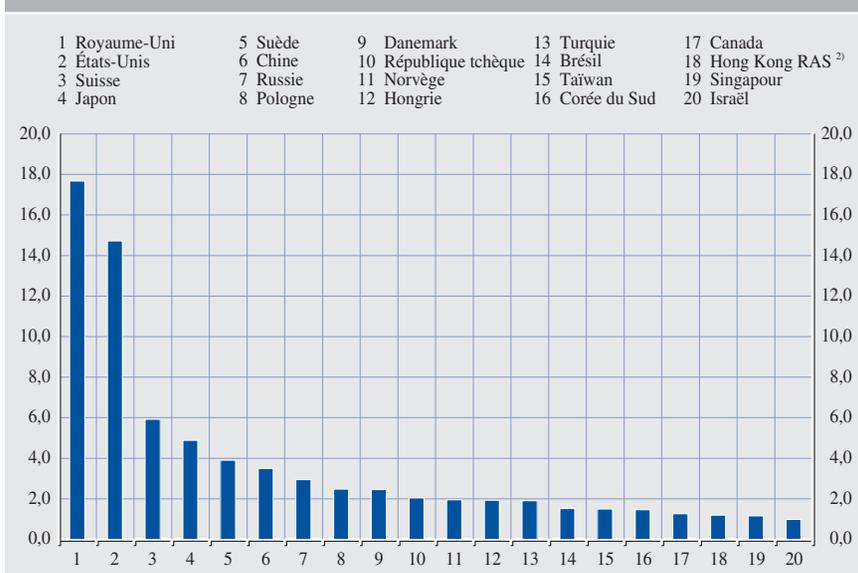
l'incidence des évolutions économiques d'ordre externe et, en particulier, celle des mouvements des prix internationaux sur les prix au sein de la zone. Cela étant, la zone euro demeure plus ouverte que ne le sont les États-Unis ou le Japon. La part des exportations et importations de biens et services de la zone euro dans le PIB a été très supérieure, en 2002, aux

chiffres correspondants pour les États-Unis et le Japon (cf. tableau 2.1).

S'agissant de la composition des échanges commerciaux, les biens représentent les trois-quarts environ, tant des importations que des exportations de la zone euro. Dans la catégorie des biens, les machines et le matériel de transport représentaient,

Les biens représentent la part la plus élevée des échanges extra-zone

Graphique 2.4 Pondérations ¹⁾ des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro

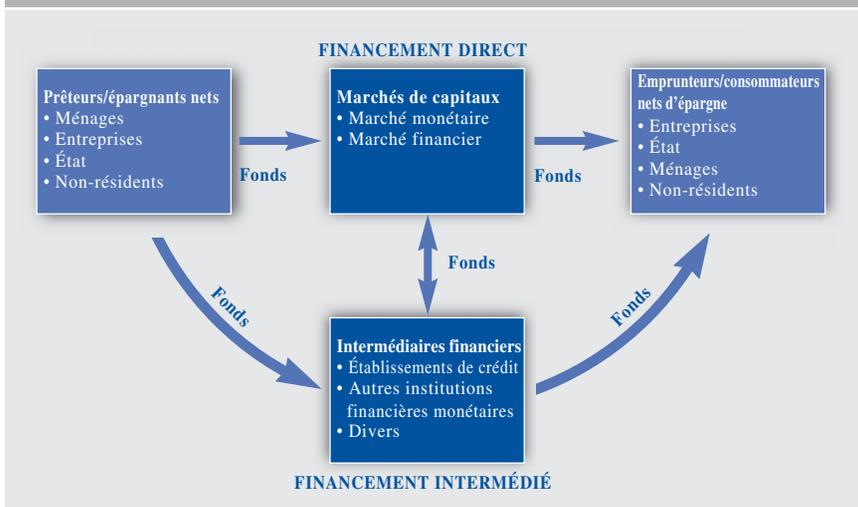


Source : Calculs de la BCE sur la base des données d'Eurostat relatives au commerce extérieur

1) Les pondérations commerciales sont la somme des exportations et des importations exprimée en pourcentage du total des exportations et importations de la zone euro, en moyenne sur la période 1996-2002.

2) Région à statut administratif spécial

Graphique 2.5 Fonctions des systèmes financiers



en 2002, près de la moitié des exportations et la proportion la plus élevée des importations de biens de la zone (cf. tableau 2.3). Les autres produits manufacturés représentaient la deuxième catégorie par ordre d'importance, leur part dans les importations et les exportations étant similaire. En 2002, les produits chimiques ont représenté 14,8 % des exportations de biens, mais seulement 10,0 % des importations ; en revanche, les parts respectives des matières premières et de l'énergie ont été beaucoup plus larges pour les importations que pour les exportations. Cela montre que, en termes nets, la zone euro tend à importer des matières premières et des biens intermédiaires et à exporter des produits à forte valeur ajoutée. Cette configuration est le reflet de la division internationale du travail et de la disponibilité des ressources en matières premières dans la zone euro.

euro. Sur la base des flux commerciaux moyens sur la période 1996-2002, leur poids total dans les échanges est supérieur à 30 % (cf. graphique 2.4). Ces pays étaient suivis par la Suisse, le Japon et la Suède, leur part dans les échanges représentant, respectivement, 5,9 %, 4,9 % et 3,9 %. Si l'on considère des zones plus larges, le bloc constitué par les pays adhérents à l'UE représentait 8,5 % du commerce extérieur de la zone euro, tandis que le chiffre correspondant pour l'ensemble comprenant la Chine et le reste de l'Asie (hors Japon) était légèrement supérieur à 13 %.

2.5 LA STRUCTURE FINANCIÈRE

Le système financier assure la fonction économique essentielle qui consiste à allouer l'épargne disponible des épargnants nets (dont les dépenses sont inférieures aux revenus), en direction des emprunteurs nets (dont les prévisions de dépenses sont supérieures aux revenus). En d'autres termes, le système financier permet aux épargnants nets de prêter des fonds aux emprunteurs nets. Les fonctions des

Le financement direct et le financement intermédié

La ventilation géographique du commerce extérieur de la zone euro

En ce qui concerne la ventilation géographique du commerce extérieur de la zone euro, le Royaume-Uni et les États-Unis sont les deux principaux partenaires commerciaux de la zone

systèmes financiers sont représentées de façon schématique dans le graphique 2.5. Les principaux prêteurs sont en général les ménages, mais les entreprises, l'État et les non-résidents se trouvent parfois également à la tête de ressources excédentaires qu'ils décident de prêter. À l'inverse, les principaux agents emprunteurs sont généralement les entreprises et l'État, mais les ménages et les non-résidents empruntent parfois, eux aussi, pour financer leurs achats.

Les fonds circulent des bailleurs de fonds vers les emprunteurs par deux canaux. En matière de financement direct ou de marché, à savoir le canal représenté dans la partie supérieure du graphique 2.5, les débiteurs empruntent directement auprès des prêteurs sur les marchés de capitaux en leur vendant des instruments financiers, également appelés titres (tels que les titres de créance et les actions), qui constituent des créances sur les recettes futures ou les actifs de l'emprunteur. Lorsque des intermédiaires financiers interviennent également dans l'acheminement des fonds, il s'agit de financement indirect ou intermédié, représenté dans la partie inférieure du graphique 2.5. Les intermédiaires financiers peuvent être classés en établissements de crédit, autres institutions financières monétaires (IFM) et autres intermédiaires financiers.

En ce qui concerne le fonctionnement du système financier, les marchés de capitaux et les intermédiaires financiers ne sont pas des entités séparées, mais sont au contraire étroitement liés. C'est ainsi que les fonds peuvent circuler dans les deux sens entre le financement direct et le financement indirect (cf. la partie

médiane du graphique 2.5). Les fonds circulent des marchés vers les banques lorsque les intermédiaires financiers émettent des titres de créance et des actions pour collecter des fonds leur permettant de financer leurs activités. À l'inverse, les fonds circulent des banques vers les marchés lorsque, par exemple, les intermédiaires financiers achètent des titres émis par l'État ou les entreprises, soit comme investissement propre soit dans le cadre d'un OPCVM monétaire. Un autre exemple de l'étroite relation unissant les marchés de capitaux et les intermédiaires financiers réside dans le fait que les sociétés non financières qui émettent des titres dépendent souvent de crédits-relais (prêts temporaires permettant de faire la soudure jusqu'à la mise à disposition des fonds obtenus par l'émission de titres) et prennent conseil auprès des intermédiaires financiers.

Avant de décrire plus en détail les marchés de capitaux sur lesquels s'opère le financement direct ainsi que les intermédiaires financiers intervenant dans le financement indirect, le tableau 2.4 donne une vue d'ensemble des principaux éléments d'actifs et de passifs financiers des agents non financiers de la zone euro (en encours à fin 2002). Les encours d'actifs et de passifs financiers représentent les « stocks » dans les données trimestrielles relatives aux comptes financiers.

Les principaux actifs financiers figurant dans le tableau 2.4 atteignaient 14 689 milliards d'euros (environ 208 % du PIB annuel de la zone euro) à fin 2002. Les titres et les actions représentaient près des deux-cinquièmes de ce montant, de même que la monnaie fiduciaire et les dépôts. Les réserves

Les principaux actifs et passifs financiers des agents non financiers

Tableau 2.4 Placements financiers et financements des agents non financiers de la zone euro à fin 2002 ¹⁾

(encours)		
Principaux actifs financiers	Milliards d'euros	%
Total	14 689	100
Monnaie fiduciaire et dépôts	5 633	38,3
Monnaie fiduciaire	341	2,3
Dépôts	5 292	36,0
auprès des IFM de la zone euro	5 101	34,7
auprès des non IFM	191	1,3
Titres autres que des actions	2 071	14,1
Court terme	255	1,7
Long terme	1 816	12,4
Actions ²⁾	3 479	23,7
Actions cotées	1 777	12,1
Titres d'OPCVM	1 702	11,6
dont : titres d'OPCVM monétaires	308	2,1
Réserves techniques d'assurance	3 506	23,9
Droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension	3 168	21,6
Provisions pour primes non acquises et provisions pour sinistres	338	2,3

Source: BCE

1) Les agents non financiers comprennent les administrations publiques, les sociétés non financières et les ménages, y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

2) À l'exclusion des actions non cotées

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages

techniques d'assurance, c'est-à-dire les provisions constituées par les fonds de pension, les sociétés d'assurance et les sociétés non financières pour couvrir les créances des assurés, constituaient les 20 % restants.

Les principaux éléments de passif figurant dans le tableau 2.4 s'élevaient à 15 557 milliards d'euros

(220 % du PIB) à fin 2002. Les titres, y compris les actions cotées, constituaient 45 % environ des sources de financement des agents non financiers, tandis que les crédits en représentaient plus de la moitié. La plupart des financements (près de 86 % des engagements) étaient assortis d'échéances supérieures à un an.

Tableau 2.4 (suite)

Éléments du passif	Milliards d'euros	%
Total	15 557	100,0
Crédits	8 066	51,8
a) obtenus auprès		
des IFM de la zone euro	7 131	45,8
d'autres intermédiaires financiers	935	6,0
b) accordés aux		
administrations publiques	884	5,7
Court terme	61	0,4
Long terme	824	5,3
sociétés non financières	3 598	23,1
Court terme	1 173	7,5
Long terme	2 425	15,6
ménages ³⁾	3 584	23,0
Court terme	289	1,9
Long terme	3 295	21,2
Titres autres que des actions	4 656	29,9
Administrations publiques	4 125	26,5
Court terme	480	3,1
Long terme	3 644	23,4
Sociétés non financières	531	3,4
Court terme	140	0,9
Long terme	391	2,5
Actions cotées		
émises par les sociétés non financières	2 396	15,4
Dépôts		
reçus par les administrations centrales	188	1,2
Réserves pour fonds de pension		
des sociétés non financières	251	1,6

2.6 LES MARCHÉS DE CAPITAUX

Cette section présente les principales caractéristiques des marchés monétaire, de titres de créance et d'actions de la zone euro. L'encadré 2.2 présente quelques termes clés se rapportant aux marchés de capitaux.

Le marché monétaire

Le marché monétaire joue un rôle essentiel dans la transmission des décisions de politique monétaire, étant donné que les changements apportés aux instruments de politique monétaire affectent en premier lieu ce marché

L'intégration
du marché
monétaire

Encadré 2.2 Les marchés de capitaux : quelques termes clés

Les marchés de capitaux peuvent être classés en fonction de plusieurs critères faisant ressortir différentes caractéristiques essentielles de ces marchés. Une des classifications possibles consiste à distinguer entre les opérations financières relatives à la souscription d'une émission et celles portant sur les échanges entre détenteurs de titres déjà émis (marchés primaire ou secondaire). De son côté, le marché secondaire peut fonctionner de deux manières. L'une d'elles réside dans l'organisation des échanges, où acheteurs et vendeurs de titres se rencontrent en un lieu central pour effectuer leurs transactions (marchés organisés). L'autre organisation possible d'un marché secondaire est celle du marché de gré à gré, sur lequel les opérateurs localisés en des lieux différents et disposant d'un stock de valeurs sont disposés à acheter et vendre des titres de gré à gré à quiconque en accepte le prix demandé ou offert.

Une autre méthode de classification porte sur l'échéance initiale du contrat financier. En général, une distinction est faite entre les échéances initiales inférieures à un an et celles qui sont supérieures ou égales à un an (marché monétaire ou financier). Le marché monétaire se distingue dans une certaine mesure des autres marchés de capitaux en ce sens qu'il s'agit généralement d'un marché interbancaire sur lequel se traitent des opérations de montant élevé. En outre, l'Eurosystème peut, par le biais de ses opérations de politique monétaire, influencer sur les conditions prévalant sur ce marché (cf. chapitre 4). La BCE est le fournisseur exclusif de monnaie de banque centrale et peut, en vertu de ce monopole, fixer les modalités de refinancement des établissements de crédit de la zone euro. Ce faisant, elle agit sur les conditions auxquelles les établissements de crédit et les autres intervenants du marché monétaire effectuent leurs opérations sur le marché monétaire de la zone euro.

Une dernière classification courante consiste à opérer une distinction en fonction de la nature de l'instrument financier (marché d'actions ou de titres de créance). Ce qui différencie essentiellement l'action du titre de créance, c'est le fait que l'action n'entraîne pas d'obligation de remboursement, tandis que le titre de créance représente une créance financière généralement appelée à être remboursée (pour un montant et à un taux d'intérêt déterminés).

Les instruments dérivés constituent une catégorie importante d'instruments financiers : il s'agit de contrats financiers dont la valeur est dérivée des prix des titres, taux d'intérêt, taux de change, indices boursiers ou cours des matières premières sous-jacents. Les principales catégories d'instruments dérivés sont les contrats à terme, options, swaps et accords de taux futurs. Par exemple, le détenteur d'une option d'achat (de vente) a le droit, mais non l'obligation, d'acheter (de vendre) un instrument financier (obligation ou action, par exemple) à un prix d'exercice fixé initialement et à une date ultérieure donnée. De nombreux autres contrats sur instruments dérivés, associant ces caractéristiques de base, ont été développés. Les marchés dérivés facilitent le fonctionnement des marchés de capitaux, parce qu'ils améliorent la détermination des coûts relatifs aux risques financiers ainsi que leur répartition.

(cf. chapitre 4). Un marché monétaire à la fois profond et intégré est le préalable indispensable à une politique monétaire efficace, car il permet une distribution équilibrée de la monnaie de banque centrale et le maintien d'un niveau homogène de taux d'intérêt à court terme dans l'ensemble de la zone de circulation de la monnaie unique. Dans la zone euro, cette condition a été remplie presque immédiatement après le démarrage de la phase III de l'UEM, avec l'intégration réussie des différents marchés monétaires nationaux en un marché monétaire efficient de la zone euro.

Le rôle des systèmes de paiement

Le processus d'intégration rapide du marché monétaire de la zone euro a été également favorisé par les évolutions intervenues dans l'infrastructure des systèmes de paiement, essentiellement la mise en place du système *Target* (Système européen de transfert express automatisé à règlement brut en temps réel), qui permet le bon déroulement du règlement des paiements transfrontières. Le système *Target* relie les systèmes de règlement brut en temps réel en euros gérés par les BCN de l'UE ainsi que le mécanisme de paiement de la BCE. La direction, la gestion et le contrôle du système *Target* relèvent de la compétence du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Le compartiment des prêts en blanc du marché monétaire

Le marché monétaire de la zone euro comporte divers compartiments relatifs aux opérations de trésorerie. Le plus important est celui du marché des opérations en blanc. Ce compartiment assure principalement la gestion des besoins de refinancement des banques, de sorte que les opérations en blanc sont essentiellement concentrées sur les échéances à 24 heures. Le marché des opérations en blanc comporte deux taux de référence essentiels, à savoir l'Eonia (taux moyen au jour le jour de l'euro)

et l'Euribor (taux interbancaire offert pour les dépôts en euros) ; l'un comme l'autre constituent des prix de référence pour les échéances comprises entre 24 heures et un an.

Les autres grands compartiments du marché monétaire relatif aux opérations de trésorerie sont le marché des pensions et celui des *swaps* de devises. Il s'agit de marchés réputés garantis, les prêts étant consentis contre remise d'actifs en garantie. L'importance du marché des pensions varie selon les pays de la zone euro. Les opérations de pensions et les *swaps* de devises se concentrent essentiellement autour des échéances inférieures ou égales à un mois.

Les compartiments garantis du marché monétaire

Outre les compartiments du marché de la liquidité décrits précédemment, le marché monétaire de la zone euro comprend également celui des instruments dérivés, constitué principalement par les marchés de *swaps* de taux d'intérêt et de contrats à terme. Les instruments les plus traités sur ces marchés sont les *swaps* sur Eonia et les contrats à terme sur Euribor.

Les marchés dérivés

En ce qui concerne l'évolution des différents compartiments du marché monétaire de la zone euro, le marché des opérations en blanc s'est caractérisé dès le début par son niveau élevé d'activité et de liquidité. À l'inverse, le marché des pensions s'est développé assez lentement en 1999 et 2000, puis il a connu une croissance très rapide et a dépassé, en 2002, le volume du marché des opérations en blanc. Ces dernières opérations représentaient 37 % du volume global des opérations de trésorerie dans la zone euro en 2002, et le marché des pensions 46 % environ. L'intégration du marché des pensions s'est renforcée au cours des dernières

L'évolution du marché monétaire entre janvier 1999 et juin 2003

Tableau 2.5 Encours de titres de créance à court terme libellés en euros émis par les résidents de la zone euro

(données de fin d'année ; en milliards d'euros ; (% du PIB))

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Total	475 (11,6)	607 (11,4)	533 (9,1)	578 (9,0)	612 (8,9)	696 (9,9)
IFM	104 (2,6)	168 (3,2)	165 (2,8)	243 (3,8)	241 (3,5)	281 (4,0)
Institutions financières non monétaires	4 (0,1)	10 (0,2)	9 (0,2)	5 (0,1)	3 (0,0)	4 (0,1)
Sociétés non financières	44 (1,1)	34 (0,6)	46 (0,8)	86 (1,3)	96 (1,4)	85 (1,2)
Secteur public	322 (7,9)	396 (7,5)	313 (5,3)	244 (3,8)	272 (4,0)	325 (4,6)

Source : BCE

années et les indicateurs montrent un accroissement du niveau de l'activité transfrontière, les contreparties ayant utilisé de manière accrue des garanties provenant d'autres pays de la zone euro. Toutefois, en dépit de progrès considérables, plusieurs facteurs techniques, telles les différences en matière de législation, de contrats, de normes de règlements et la diversité des pratiques de marché ont jusqu'à présent empêché le développement complet d'un marché des pensions à l'échelle de la zone euro. Dans les compartiments d'instruments dérivés, la croissance la plus rapide depuis 1999 est intervenue sur le marché des *swaps* sur Eonia. Ce marché très actif, profond et liquide n'a pas d'équivalent en dehors de la zone euro.

Les marchés de titres de créance

Le marché monétaire au sens large comprend également le marché des titres à court terme. Fin 2002, l'encours total des titres de créance à court terme libellés en euros émis par les résidents de la zone représentait près de 10 % du PIB, niveau légèrement inférieur à celui de 1990 (cf. tableau 2.5).

L'importance relative des différentes catégories d'émetteurs a toutefois changé au cours des douze années considérées. En 1990, le principal émetteur était le secteur public (près de 70 % du marché total), alors qu'en 2002 l'encours des titres de créance à court terme libellés en euros émis par le secteur privé, notamment les IFM, était légèrement supérieur à celui des titres correspondants émis par le secteur public (53 % contre 47 %).

Plus importante est la place des titres de créance à long terme libellés en euros émis par les résidents de la zone. L'encours de ces titres représentait quelque 96 % du PIB fin 2002, contre 57 % du PIB environ fin 1990 (cf. tableau 2.6). Le secteur public (administration centrale et autres administrations publiques) est le principal émetteur de titres de créance à long terme. À fin 2002, l'encours de titres de créance à long terme libellés en euros émis par le secteur public dépassait 50 % de l'encours total émis. La deuxième catégorie d'émetteurs en termes d'encours était celle des IFM (36 % du marché total en 2002).

...par rapport aux titres de créance à long terme

Une importance relative plus faible des titres de créance à court terme...

Tableau 2.6 Encours de titres de créance à long terme libellés en euros émis par les résidents de la zone euro

(données de fin d'année ; en milliards d'euros ; (% du PIB))

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Total	2 307 (56,5)	4 129 (77,8)	5 088 (86,5)	5 903 (91,5)	6 410 (93,7)	6 751 (95,6)
IFM	961 (23,5)	1 467 (27,6)	1 850 (31,4)	2 178 (33,7)	2 324 (34,0)	2 402 (34,0)
Institutions financières non monétaires	54 (1,3)	83 (1,6)	121 (2,1)	254 (3,9)	365 (5,3)	472 (6,7)
Sociétés non financières	152 (3,7)	224 (4,2)	221 (3,8)	287 (4,5)	350 (5,1)	380 (5,4)
Secteur public	1 140 (27,9)	2 354 (44,3)	2 896 (49,2)	3 183 (49,3)	3 370 (49,3)	3 497 (49,5)

Source : BCE

L'encours de titres de créance à long terme émis en euros par les sociétés non financières et les institutions financières non monétaires était de l'ordre de 13 % du total du marché à fin 2002. L'essentiel de cette progression a eu lieu depuis le début de la phase III de l'UEM et a notamment été portée par les institutions financières non monétaires. Les émissions de ce secteur ont eu tendance à se concentrer sur quelques pays dont les systèmes d'imposition offrent aux entreprises une source de financement meilleur marché par le biais des « fonds communs de créances » (FCC) ou d'autres organismes de financement qui les aident à collecter des capitaux sur le marché des obligations de sociétés.

observée dans le contexte d'une période prolongée de faible croissance économique depuis le début des années quatre-vingt-dix. En ce qui concerne les agents non financiers, l'encours des titres de créance émis par les sociétés non financières de la zone euro s'établissait à quelque 7 % du PIB fin 2002, contre 23 % et 18 % environ du PIB aux États-Unis et au Japon, respectivement.

En dépit de la forte croissance du marché des titres de créance de la zone euro, certains compartiments du marché, comme celui des titres ne faisant pas l'objet d'une notation ou affectés d'une cote de crédit faible, sont demeurés assez peu développés. Par rapport aux États-Unis, un nombre relativement restreint de sociétés de la zone euro bénéficiaient d'une notation en 2002, d'où un accès limité au marché obligataire.

Certains compartiments du marché des titres de créance de la zone euro sont peu développés

Le marché des actions

En ce qui concerne le marché des actions, son importance est généralement estimée à l'aide d'un indicateur, la capitalisation boursière des actions cotées rapportée au PIB. La capitalisation boursière totale

La capitalisation boursière de la zone euro est en hausse...

Le financement par émission de titres de créance est plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis

Le financement par émission de titres de créance est moins important dans la zone euro qu'aux États-Unis et au Japon. Les encours à fin 2002 représentaient 105 % du PIB dans la zone euro, contre 154 % et 160 % du PIB, respectivement, aux États-Unis et au Japon (cf. tableau 2.7). Le chiffre élevé du Japon s'explique essentiellement par la forte progression des titres de créance émis par l'État,

Tableau 2.7 Encours de titres de créance libellés en monnaies nationales émis par les résidents de la zone euro, des États-Unis et du Japon à fin 2002

(en pourcentage du PIB)

	Total	Émis par les sociétés financières	Émis par les sociétés non financières	Émis par les administrations publiques
Zone euro	105,4	44,7	6,6	54,1
États-Unis	153,7	88,1	22,8	42,8
Japon	160,1	27,5	17,9	114,8

Sources : BCE et BRI

des marchés de la zone euro a progressé de 21 % du PIB fin 1990 à 47 % du PIB fin 2002 (cf. tableau 2.8). Cependant, comme on peut le constater dans le tableau 2.8, la capitalisation boursière atteignait 87 % du PIB à fin 2000. Ces variations importantes de la capitalisation boursière ont été provoquées par une période de forte hausse des cours des actions jusqu'au début de l'an 2000, suivie d'une baisse marquée.

... mais elle est inférieure à celle des États-Unis

La capitalisation boursière totale des marchés de la zone euro est restée nettement inférieure à celle des États-Unis ; l'écart entre le ratio capitalisation boursière/PIB des États-Unis et celui de la zone euro s'est même creusé, passant de quelque 30 points de pourcentage en 1990 à 60 points de pourcentage en 2002. Au Japon, en revanche, la capitalisation

boursière est revenue de 90 % du PIB en 1990 à 58 % du PIB en 2002, reflétant essentiellement des baisses importantes des cours des actions sur la période considérée.

Les statistiques relatives au nombre des entreprises inscrites à la cote donnent une indication supplémentaire de l'importance croissante du marché boursier dans la zone euro. Leur nombre est passé de 4 276 fin 1990 à 6 271 fin 2002 (cf. tableau 2.9). À titre de comparaison, le nombre des sociétés cotées aux États-Unis et au Japon à fin 2002 s'établissait à, respectivement, 6 586 et 2 153.

Un nombre croissant de sociétés cotées en bourse dans la zone euro

Depuis l'introduction de l'euro, de nombreuses initiatives ont été lancées en vue de constituer des alliances ou de fusionner les activités boursières des différents pays de la zone euro.

Une meilleure intégration des marchés boursiers de la zone

Tableau 2.8 Capitalisation boursière dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

(en pourcentage du PIB en fin d'année)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Zone euro	21	28	76	87	72	47
États-Unis	53	92	141	153	136	104
Japon	90	73	54	67	56	58

Source : Fédération internationale des bourses de valeurs

Tableau 2.9 Nombre de sociétés nationales ou étrangères cotées en bourse dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

(en fin d'année)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Zone euro	4 276	5 106	4 546	5 516	6 357	6 271
États-Unis	6 765	8 160	8 449	7 851	7 069	6 586
Japon	1 752	1 791	1 890	2 096	2 141	2 153

Source : Fédération internationale des bourses de valeurs

Les opérateurs de marché semblent également prendre de plus en plus en compte les facteurs économiques communs à l'ensemble de la zone euro. L'intégration croissante des marchés d'actions de la zone euro est clairement attestée par l'attention largement accordée à une série d'indices boursiers à l'échelle de la zone euro, tel l'indice Dow Jones EuroStoxx.

2.7 LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Les établissements de crédit et autres institutions financières monétaires (IFM)

Les principaux intermédiaires financiers de la zone euro sont les établissements de crédit. Ces derniers répondent à la définition énoncée dans deux Directives de coordination bancaire ⁶ et sont assujettis aux normes prudentielles communes à l'ensemble de l'UE. Les établissements de crédit sont les contreparties aux opérations de politique monétaire de la banque centrale (cf. chapitre 4). Étant donné qu'ils octroient des prêts aux ménages et aux entreprises, notamment à partir

des financements obtenus auprès de la banque centrale, ces établissements jouent un rôle essentiel dans la transmission des impulsions de la politique monétaire à l'économie (cf. chapitre 3). Le terme d'« institution financière monétaire » a été créé parce qu'un nombre croissant d'institutions ne figurant pas parmi les établissements de crédit, notamment les OPCVM monétaires ⁷, exercent des activités et offrent des produits qui étaient traditionnellement l'apanage des banques.

Les établissements de crédit représentaient 81 % de l'ensemble des IFM de la zone euro à fin 2002 (cf. tableau 2.10). Les OPCVM monétaires formaient la deuxième catégorie d'IFM. Fin 2002, la zone euro comptait 8 544 IFM. Ce chiffre reflète le grand nombre, dans plusieurs pays, de caisses d'épargne et de banques mutualistes, exerçant souvent leur activité au niveau local, et d'établissements de crédit spécialisés. Le nombre des IFM a fortement diminué entre 1998 et 2002, à la faveur du processus de

Une diminution du nombre des IFM sous l'effet du processus de consolidation financière

La définition des établissements de crédit et des IFM

⁶ Le terme d'« établissement de crédit » fait référence à un établissement répondant à la définition de l'article 1 (1) de la Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit, modifiée par la Directive 2000/28/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 septembre 2000, c'est-à-dire « une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ». Cf. glossaire

⁷ Les OPCVM monétaires sont des entreprises d'investissement collectif dont les parts sont, en termes de liquidité, de proches substituts des dépôts et qui effectuent essentiellement des placements en instruments du marché monétaire et/ou autres titres de créance négociables d'une échéance résiduelle inférieure ou égale à un an, et/ou sous la forme de dépôts bancaires, et/ou qui offrent un rendement proche des taux d'intérêt des instruments du marché monétaire.

Tableau 2.10 Nombre d'institutions financières monétaires dans la zone euro

(en fin d'année)

	1998	2000	2001	2002
Établissements de crédit	8 320	7 464	7 218	6 906
OPCVM monétaires	1 516	1 604	1 631	1 620
Banques centrales et autres institutions	20	20	19	18
Total des IFM	9 856	9 088	8 868	8 544

Source : BCE

consolidation au sein du secteur bancaire européen. Cette tendance à la consolidation du secteur des établissements de crédit répond aux nouvelles conditions de marché qui se sont instaurées sous l'effet d'un certain nombre de facteurs tels que les évolutions technologiques, la déréglementation, la libéralisation et la mondialisation. L'introduction de l'euro a probablement favorisé ce processus en renforçant la transparence transfrontalière.

La BCE et les BCN collectent des statistiques mensuelles et trimestrielles auprès des IFM de la zone euro et établissent un bilan agrégé ainsi qu'un

bilan consolidé des IFM pour la zone euro. Le bilan agrégé du secteur des IFM est la somme des bilans harmonisés de l'ensemble des IFM résidentes de la zone euro. Il présente des informations relatives aux positions inter-IFM en termes bruts et comprend les activités transfrontières inter-IFM tant au sein de la zone euro que vis-à-vis du reste du monde. Cette information est utile dans le cadre d'une évaluation du degré d'intégration des systèmes financiers et de l'importance du marché interbancaire. Le bilan consolidé du secteur des IFM est obtenu par compensation des positions inter-IFM de la zone euro figurant au bilan

Les bilans
agrégés et
consolidés des
IFM

Encadré 2.3 Les agrégats monétaires

La définition des agrégats monétaires de la zone euro a pour base le bilan consolidé des IFM de la zone euro. En général, le caractère approprié de la définition des agrégats monétaires dépend, dans une large mesure, de l'objectif que doit servir l'agrégat retenu. Étant donné que de nombreux actifs financiers sont substituables et que la nature et les caractéristiques des actifs financiers, des transactions et des moyens de paiement varient dans le temps, il n'est pas toujours aisé de définir la monnaie et d'identifier les actifs financiers correspondant à telle ou telle définition de la monnaie. Pour ces raisons, les banques centrales choisissent habituellement de définir et de suivre l'évolution de plusieurs agrégats monétaires.

Les définitions que donne la BCE des agrégats monétaires de la zone euro reposent sur une définition harmonisée des secteurs émetteur et détenteur de monnaie, ainsi que sur des catégories harmonisées d'engagements des IFM. Le secteur émetteur de monnaie regroupe les IFM résidentes de la zone euro. Le secteur détenteur de monnaie recouvre l'ensemble des non-IFM résidentes de la zone euro à l'exception des administrations centrales. Bien que les administrations centrales ne soient pas considérées comme faisant partie du secteur émetteur de monnaie, les engagements des administrations centrales

Tableau 2.11 Définition des agrégats monétaires de la zone euro

Engagements ¹⁾	M1	M2	M3
Monnaie fiduciaire	X	X	X
Dépôts à vue	X	X	X
Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans		X	X
Dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à 3 mois		X	X
Pensions			X
Titres d'OPCVM monétaires			X
Titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans			X

Source : BCE

1) Engagements monétaires des IFM et de l'administration centrale (Poste, Trésor) vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions ressortissant à l'administration centrale

présentant un caractère monétaire (par exemple, les dépôts effectués par les ménages auprès de La Poste) figurent dans la définition des agrégats monétaires en tant que catégorie spéciale en raison de leur nature extrêmement liquide¹.

En se fondant sur des considérations théoriques et des études empiriques, et conformément aux pratiques internationales, l'Eurosystème a défini un agrégat étroit (M1), un agrégat « intermédiaire » (M2) et un agrégat large (M3). Ces agrégats diffèrent quant au degré de liquidité (évalué sur la base des critères de transférabilité, de convertibilité, d'absence de risque sur le prix et de négociabilité) des actifs qu'ils recouvrent. Le tableau 2.11 présente les définitions des agrégats monétaires de la zone euro.

M1 comprend la monnaie fiduciaire (billets et pièces) et les dépôts à vue. Ces dépôts peuvent être immédiatement transformés en numéraire ou utilisés pour des paiements scripturaux.

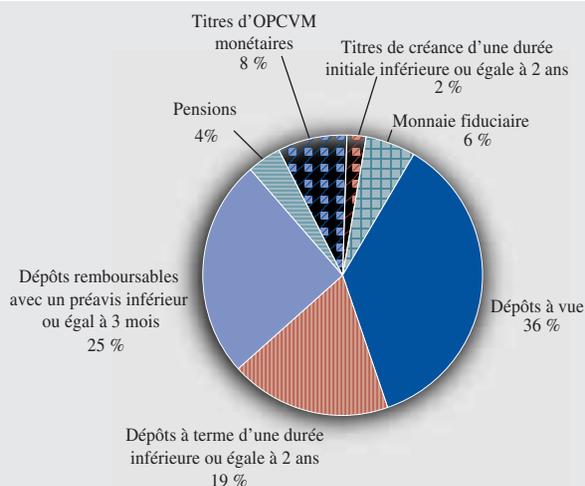
M2 comprend M1 ainsi que les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois. Ces dépôts peuvent être transformés en composantes de l'agrégat monétaire étroit, mais dans certains cas, il peut exister des restrictions à cet égard, comme l'exigence d'un préavis, de pénalités ou de commissions.

M3 recouvre M2 ainsi que certains instruments négociables émis par le secteur des IFM résidentes. Ces instruments négociables sont les pensions, les titres d'OPCVM monétaires et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans (y compris les instruments du marché monétaire). En raison de leur degré élevé de liquidité et des certitudes qu'ils présentent en matière de prix, ces instruments constituent des substituts proches des dépôts. Du fait de leur inclusion dans M3, cet agrégat large est moins affecté par les transferts opérés entre les différentes catégories d'actifs liquides que ne le sont les agrégats monétaires plus étroits et se trouve donc être plus stable (cf. aussi chapitre 3).

Les actifs liquides libellés en devises et détenus par les résidents de la zone euro peuvent constituer de proches substituts des actifs libellés en euros. Par conséquent, les agrégats monétaires comprennent ces actifs s'ils sont détenus auprès d'IFM situées dans la zone euro.

¹ Les dépôts détenus par l'administration centrale auprès du secteur des IFM sont exclus car l'administration centrale ne fait pas partie du secteur détenteur de monnaie, étant donné que ses encaisses monétaires ne sont pas étroitement liées à des projets de dépenses.

Graphique 2.6 Part respective des différentes composantes de M3 à fin 2002



Source : BCE

Comme la définition des agrégats monétaires adoptée par la BCE inclut seulement les engagements des IFM situées dans la zone euro vis-à-vis des résidents de la zone euro, elle exclut les avoirs des non-résidents en a) dépôts à court terme auprès des IFM de la zone euro, b) titres d'OPCVM monétaires établis dans la zone euro et c) titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans et émis par les IFM établies dans la zone euro. La monnaie fiduciaire est entièrement comprise dans les agrégats monétaires, qu'elle soit détenue par des résidents de la zone euro ou par des non-résidents, étant donné la difficulté d'obtenir en temps voulu des chiffres précis sur les montants de billets et de pièces détenus par les non-résidents.

Le graphique 2.6 présente les parts relatives des composantes de M3 en décembre 2002. Les dépôts à vue en constituaient la plus importante, à savoir 36 % de M3. La part dans M3 des dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois s'élevait à 25 %, et celle des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans à 19 %. La part des titres d'OPCVM monétaires s'établissait à 8 % de M3 et celle de la monnaie fiduciaire à 6 %. Enfin, les pensions et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans représentaient, respectivement, 4 % et 2 % de M3.

agrégé. Il sert de support à l'analyse régulière des évolutions monétaires et du crédit dans la zone euro, notamment des agrégats monétaires (cf. encadré 2.3).

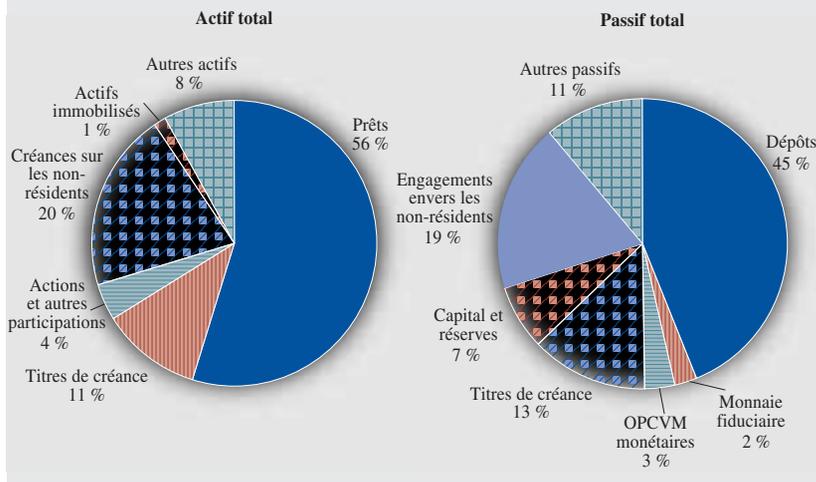
Le graphique 2.7 présente la structure, à fin 2002, du bilan consolidé des IFM de la zone euro (y compris l'Eurosystème). Les dépôts

représentaient 45 % du total du passif, les autres rubriques importantes étant celles des engagements envers les non-résidents et des titres de créance, entrant à hauteur de 19 % et 13 % respectivement dans le passif total des IFM. Les prêts constituaient la part la plus élevée du total de l'actif (56 % fin 2002). Les engagements envers les non-résidents représentaient 20 % de

Les dépôts et les prêts sont les rubriques les plus importantes du bilan des IFM

Graphique 2.7 Ventilation du bilan consolidé des IFM de la zone euro (Eurosystème inclus) à fin 2002

(parts en pourcentage dans le bilan social)



Source : BCE

l'actif total des IFM, tandis que les financements sous la forme de titres de créance, actions et autres participations en représentaient 15 %.

respectivement, 51 % et 101 %. Ces chiffres montrent l'importance de l'intermédiation financière par les banques au sein de la zone euro, en comparaison notamment des États-Unis.

Les dépôts et prêts bancaires dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

Fin 2002, les dépôts bancaires au sein de la zone euro constituaient 81 % du PIB (cf. tableau 2.12), soit plus qu'aux États-Unis (44 % du PIB) et moins qu'au Japon (119 % du PIB). Parallèlement, les prêts bancaires représentaient 108 % du PIB de la zone euro, alors qu'aux États-Unis et au Japon ce ratio s'établissait à,

Fin 2002, les prêts bancaires aux sociétés non financières représentaient quelque 40 % du PIB, dans la zone euro comme aux États-Unis. Au Japon, en revanche, ils équivalaient à 64 % du PIB à cette même date. Ces chiffres reflètent l'importance des marchés de

Tableau 2.12 Dépôts et prêts bancaires dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon à fin 2002

(en pourcentage du PIB)

	Dépôts bancaires	Prêts bancaires	Prêts bancaires aux sociétés non financières
Zone euro	81,3	107,9	42,1
États-Unis	44,0	51,2	39,3
Japon	118,8	101,0	63,9

Sources : BCE, Système fédéral de réserve et Banque du Japon

capitaux dans les décisions financières des entreprises de la zone euro et des États-Unis, tandis qu'au Japon les sociétés non financières utilisent davantage les prêts bancaires comme source de financement.

Les autres intermédiaires financiers

Le rôle encore mineur des non-IFM

Le financement indirect des secteurs public et privé n'est pas seulement le fait des IFM, mais également d'autres intermédiaires financiers tels que les sociétés d'assurance et les fonds de pension, les auxiliaires financiers, les fonds communs de placement, les opérateurs sur titres et instruments dérivés et les sociétés financières exerçant des activités de crédit. Ces intermédiaires se distinguent principalement des établissements de crédit par l'absence de dépôts au passif de leur bilan. Selon les estimations disponibles, ces autres intermédiaires financiers sont devenus de plus en plus actifs au cours des années quatre-vingt-dix, mais leur rôle demeure encore mineur par rapport à celui des IFM. À fin 2002, les actifs cumulés des sociétés d'assurance, fonds communs de placement et fonds de pension représentaient l'équivalent de 90 % du PIB dans la zone euro, contre 267 % du PIB pour les actifs des IFM. Néanmoins, le volume global des actifs de ces autres intermédiaires financiers a connu une forte progression, notamment depuis la fin des années quatre-vingt-dix.

3 LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

Ce chapitre décrit la stratégie de politique monétaire de la BCE, c'est-à-dire la démarche générale retenue par la BCE pour atteindre son objectif principal de maintien de la stabilité des prix. La première section est plus spécifiquement consacrée aux raisons pour lesquelles cet objectif a été assigné à la politique monétaire. La deuxième section résume les caractéristiques essentielles du mécanisme de transmission de la politique monétaire (c'est-à-dire la manière dont la politique monétaire influence l'évolution des prix) et traite de leurs implications pour la conduite de cette dernière. Les dernières sections expliquent ensuite de façon plus détaillée les aspects fondamentaux de la stratégie de la BCE.

3.1 LE RÔLE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LES AVANTAGES DE LA STABILITÉ DES PRIX

Les limites de la politique monétaire

En contrôlant l'approvisionnement de la base monétaire ...

La manière dont la politique monétaire influence l'économie peut s'expliquer comme suit. La banque centrale est la seule émettrice de billets de banque et la seule pourvoyeuse de réserves bancaires, c'est-à-dire qu'elle détient le monopole de l'approvisionnement de la base monétaire. En vertu de ce monopole, la banque centrale peut influencer les conditions du marché monétaire et piloter les taux d'intérêt à court terme.

... la banque centrale peut agir sur les évolutions économiques

À court terme, une modification des taux d'intérêt du marché monétaire provoquée par la banque centrale entraîne un certain nombre de mécanismes et de réactions de la part des agents économiques, influençant *in fine* l'évolution de variables économiques telles que la production ou les prix. Ce processus — que l'on appelle aussi mécanisme de transmission de la politique monétaire — est complexe et, même s'il est connu dans ses grandes lignes, il n'existe pas de conception unique et incontestée de tous les aspects concernés.

Il est toutefois largement admis par les spécialistes que, à long terme, c'est-à-dire après que tous les ajustements de l'économie ont été assimilés, une modification de la quantité de monnaie présente dans l'économie (toutes choses égales par ailleurs) se traduit par un changement du niveau général des prix et n'induit pas de modifications permanentes de variables réelles telles que la production réelle ou le chômage. Une variation de la quantité de monnaie en circulation représente, en fin de compte, une modification de l'unité de compte (et donc du niveau général des prix) qui laisse toutes les autres variables inchangées, tout comme un changement de l'unité standard utilisée pour mesurer la distance (où l'on passerait par exemple du kilomètre à la lieue) ne modifierait nullement la distance réelle entre deux endroits.

À long terme, des modifications de l'offre de monnaie vont affecter le niveau général des prix ...

Ce principe général, que l'on appelle « la neutralité à long terme » de la monnaie, sous-tend tous les cadres de pensée et les théories macroéconomiques traditionnels. À long terme, le revenu réel ou le niveau de l'emploi au sein de l'économie est essentiellement déterminé par des facteurs réels (liés à l'offre). Il s'agit du

... mais pas le niveau du revenu réel ou de l'emploi

progrès technologique, de la croissance de la population, des préférences des agents économiques et de tous les aspects du cadre institutionnel de l'économie (notamment les droits de la propriété, la politique fiscale, les politiques sociales, les autres réglementations déterminant la flexibilité des marchés et les incitations aux apports de travail ou de capital et aux investissements en capital humain).

Les avantages de la stabilité des prix

L'objectif de la stabilité des prix fait référence au niveau général des prix dans l'économie et consiste à éviter à la fois une inflation et une déflation prolongées. La stabilité des prix contribue de différentes manières à l'obtention de niveaux élevés d'activité économique et d'emploi.

La stabilité des prix concourt à l'augmentation des niveaux de vie en contribuant...

Tout d'abord, la stabilité des prix permet à la population d'identifier plus facilement les changements des prix relatifs, étant donné qu'ils ne sont pas masqués par des fluctuations du niveau global des prix. Par conséquent, les entreprises et les consommateurs n'interprètent pas les modifications du niveau général des prix de manière erronée comme étant des changements des prix relatifs et ils peuvent prendre des décisions de consommation et d'investissement mieux fondées. Cela permet ainsi au marché de procéder à une allocation plus efficace des ressources. En aidant le marché à orienter les ressources vers leur utilisation la plus productive, la stabilité des prix accroît le bien-être des ménages et donc le potentiel productif de l'économie.

... à améliorer la transparence des prix relatifs...

En second lieu, si les créanciers sont assurés que les prix demeureront stables à l'avenir, ils n'exigeront pas une prime de risque sur l'inflation pour les dédommager du risque encouru en cas de détention d'actifs nominaux à long terme. En réduisant la part de cette prime de risque dans le taux d'intérêt réel, la crédibilité de la politique monétaire contribue à une allocation efficace des ressources par les marchés de capitaux et stimule ainsi l'investissement, ce qui favorise à son tour la prospérité économique.

... à réduire, dans les taux d'intérêt, la prime de risque sur l'inflation...

L'inflation est fondamentalement un phénomène monétaire

À long terme, la banque centrale ne peut pas influencer la croissance économique en modifiant l'offre de monnaie. L'affirmation selon laquelle l'inflation est fondamentalement un phénomène monétaire relève de la même conception. De fait, les périodes prolongées de forte inflation vont généralement de pair avec une vive croissance monétaire. Même si d'autres facteurs (comme les variations de la demande globale, les mutations technologiques ou les chocs sur les prix des matières premières) peuvent influencer sur les évolutions des prix à plus court terme, leurs effets peuvent être neutralisés au fil du temps par un certain degré d'ajustement de la masse monétaire. En ce sens, les tendances à plus long terme des prix ou de l'inflation peuvent être contrôlées par les banques centrales.

La stabilité des prix renforce le potentiel de croissance économique

L'étroite corrélation entre la croissance monétaire et l'inflation au sein de l'économie et la neutralité à long terme de la politique monétaire ont été confirmées par un très grand nombre d'études économiques portant sur des périodes et pays différents. Dans le même temps, des recherches, empiriques comme théoriques, ont montré que les coûts de l'inflation (et de la déflation) sont substantiels et il est aujourd'hui largement admis que la stabilité des prix contribue à accroître la prospérité et le potentiel de croissance d'une économie.

... à éviter des opérations de couverture inutiles...

Troisièmement, si le maintien de la stabilité des prix est crédible, il est moins probable que les particuliers et les entreprises détournent les ressources des emplois productifs pour se prémunir contre l'inflation. Par exemple, dans un contexte d'inflation élevée, les agents économiques sont incités à stocker des biens réels étant donné que, dans de telles circonstances, ces derniers constituent une meilleure réserve de valeur que la monnaie ou certains actifs financiers. La constitution de stocks de biens n'est toutefois pas une décision d'investissement efficace et elle entrave par conséquent la croissance économique.

... à réduire les distorsions introduites par les systèmes fiscaux et de sécurité sociale...

Quatrièmement, les systèmes fiscaux et sociaux peuvent créer des effets pervers qui faussent le comportement économique. Dans la plupart des cas, ces distorsions sont exacerbées par l'inflation ou la déflation, dans la mesure où les systèmes fiscaux ne prévoient normalement pas l'indexation sur le taux d'inflation des taux d'imposition et des cotisations sociales. La stabilité des prix permet également d'éliminer les coûts réels induits lorsque l'inflation amplifie les effets de distorsion exercés par les systèmes fiscaux et de protection sociale.

... à accroître les avantages de la détention d'espèces...

Cinquièmement, l'inflation est comme un impôt sur la détention d'espèces. Elle réduit la demande d'espèces par les ménages et génère, par conséquent, des coûts de transaction plus élevés (coût d'usure, par exemple).

... et à prévenir les redistributions arbitraires de la richesse et des revenus

Sixièmement, le maintien de la stabilité des prix permet d'éviter l'important phénomène de redistribution arbitraire de la richesse et des revenus qui apparaît dans des environnements, tant inflationnistes que déflationnistes, où les tendances des prix varient de

manière imprévisible (effets de redistribution des créanciers vers les débiteurs, par exemple). Ce sont dans l'ensemble souvent les groupes les plus vulnérables de la société qui ont le plus à pâtir de l'inflation, dans la mesure où ils n'ont guère de possibilité de se protéger contre celle-ci. Des prix stables contribuent ainsi à préserver la cohésion sociale et la stabilité. Comme l'ont démontré plusieurs exemples au vingtième siècle, des taux d'inflation ou de déflation élevés engendrent souvent l'instabilité sociale et politique.

Tous ces arguments permettent de penser qu'une banque centrale qui maintient la stabilité des prix contribue de façon significative à la réalisation d'objectifs économiques plus vastes tels que l'augmentation du niveau de vie, des taux élevés d'activité économique et l'amélioration des perspectives en matière d'emploi. Cette conclusion est étayée par la réalité économique qui montre, pour de nombreux pays et en se basant sur des méthodologies et des périodes très différentes, que les économies dont l'inflation est plus faible connaissent, en moyenne, une croissance réelle plus rapide à long terme.

Les objectifs assignés par le Traité

Les principes de base et largement acceptés exposés ci-dessus se reflètent dans la façon dont le Traité a assigné les objectifs et les responsabilités aux différentes instances de décision. Le Traité stipule que l'objectif principal de l'Eurosystème, et de la politique monétaire unique dont il a la responsabilité, est de maintenir la stabilité des prix. De plus, et « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix », l'Eurosystème « apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue

En maintenant la stabilité des prix, la banque centrale contribue à atteindre des objectifs économiques plus généraux

Les objectifs assignés par le Traité reflètent ces principes généraux...

de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté », qui incluent « un niveau d'emploi élevé » et « une croissance durable et non inflationniste » (cf. chapitre 1).

... en érigeant la stabilité des prix au rang d'objectif principal de la politique monétaire

Le Traité assigne une importance fondamentale à l'objectif de maintien de la stabilité des prix de l'Eurosystème pour de bonnes raisons économiques. Dans la mesure où la politique monétaire ne peut, en fin de compte, influencer que sur le niveau des prix, la stabilité des prix est son seul objectif naturel. Assigner à la politique monétaire un objectif en termes de revenu réel ou d'emploi aurait posé problème dans la mesure où, exception faite de l'incidence positive de la stabilité des prix, la politique monétaire n'a aucune possibilité d'exercer une quelconque influence durable sur des variables réelles. Il appartient à d'autres acteurs économiques, notamment ceux qui sont en charge des politiques budgétaire et structurelle, d'accroître le potentiel de croissance de l'économie. La claire hiérarchie des objectifs de l'Eurosystème établie par le Traité est le reflet de décennies d'expérience et d'un grand nombre d'études économiques qui suggèrent que c'est en maintenant durablement la stabilité des prix que la politique monétaire sera la plus à même de contribuer à l'amélioration des perspectives économiques et à l'augmentation du niveau de vie des citoyens.

Toutefois, en poursuivant son objectif principal, l'Eurosystème doit prendre en compte les objectifs économiques plus généraux de la Communauté

Dans le même temps, les objectifs assignés par le Traité impliquent que, dans le cadre de la mise en œuvre effective des décisions de politique monétaire visant au maintien de la stabilité des prix, et sans préjudice de la réalisation de cet objectif, l'Eurosystème devrait également prendre en compte les objectifs

économiques plus vastes de la Communauté. En particulier, étant donné que la politique monétaire peut affecter l'activité réelle à court terme, la BCE devrait en général éviter de susciter des fluctuations excessives de la production et de l'emploi si cela s'inscrit dans le cadre de la poursuite de son objectif principal.

3.2 LE MÉCANISME DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE étant chargé de prendre les décisions de politique monétaire visant au maintien de la stabilité des prix, la compréhension du mécanisme par lequel la politique monétaire influence sur le niveau des prix est essentielle pour la BCE. Le processus par lequel les décisions de politique monétaire exercent un effet sur l'économie en général, et sur le niveau des prix en particulier, est connu sous le nom de mécanisme de transmission de la politique monétaire. On appelle canaux de transmission les liens spécifiques par lesquels transitent (généralement) les impulsions de politique monétaire.

Le mécanisme et les canaux de transmission

Les canaux de transmission de la politique monétaire

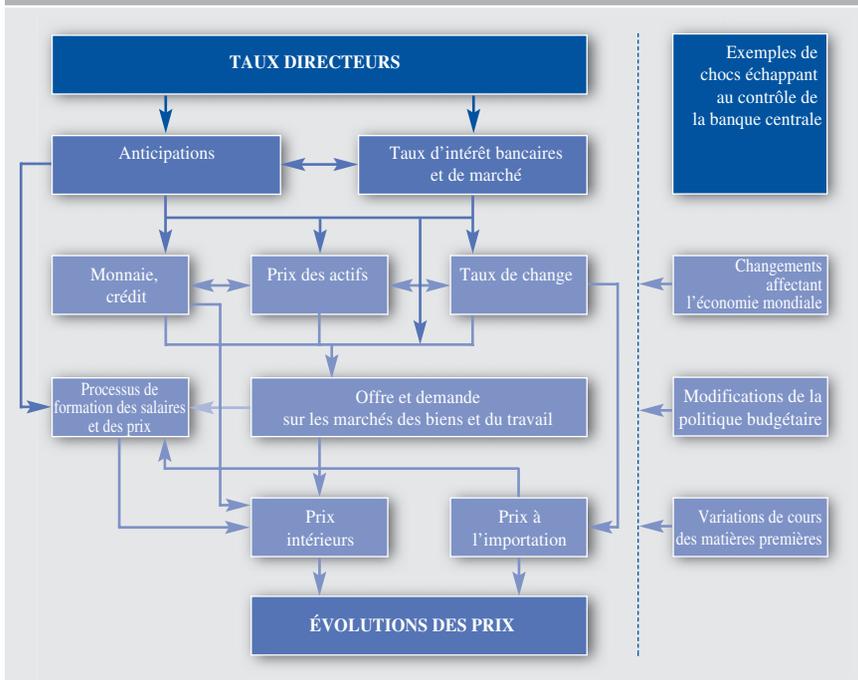
Les principaux canaux de transmission de la politique monétaire sont présentés sous une forme schématique et simplifiée dans la partie gauche du graphique 3.1.

Le processus de transmission...

La modification des taux d'intérêt officiels appliqués par la banque centrale à ses propres opérations constitue le premier maillon de la (longue) chaîne de causes et d'effets reliant les décisions de politique monétaire au niveau des prix. Lors de ces opérations, la banque centrale

... débute par une modification des taux directeurs...

Graphique 3.1 Illustration du mécanisme de transmission des taux d'intérêt aux prix



fournit généralement des fonds aux banques (cf. chapitre 4 pour une description détaillée des instruments de politique monétaire de l'Eurosystème). Le système bancaire réclame la fourniture de monnaie émise par la banque centrale (« base monétaire ») pour répondre à la demande de monnaie par le public, pour compenser les soldes interbancaires et pour satisfaire à la constitution de réserves obligatoires qui doivent être déposées auprès de la banque centrale. De par son monopole sur la création de la base monétaire, la banque centrale est entièrement libre de déterminer les taux d'intérêt de ses opérations. Dans la mesure où la banque centrale affecte de la sorte les coûts de financement de la liquidité des banques, ces dernières doivent répercuter ces coûts sur les prêts qu'elles accordent à leurs clients.

Par ce processus, la banque centrale est en mesure d'exercer une influence déterminante sur la situation du marché monétaire et, par conséquent, d'orienter les taux d'intérêt du marché monétaire. Les variations de taux du marché monétaire influent, à leur tour, sur d'autres taux d'intérêt, à des degrés divers toutefois. Par exemple, les variations de taux du marché monétaire influencent les taux d'intérêt appliqués par les banques aux prêts et dépôts à court terme. En outre, les anticipations relatives à des modifications ultérieures des taux d'intérêt officiels affectent les taux d'intérêt à long terme de marché, dans la mesure où ils reflètent les anticipations de l'évolution future des taux d'intérêt à court terme. L'effet de modifications des taux du marché monétaire sur les taux d'intérêt à très long terme (emprunts publics à dix ans, taux bancaires débiteurs à long terme,

... qui affecte les taux d'intérêt du marché...

par exemple) est toutefois moins direct. Ces taux dépendent dans une large mesure des anticipations de croissance à long terme du marché et des tendances inflationnistes de l'économie. En d'autres termes, les modifications des taux officiels de la banque centrale n'affectent normalement pas ces taux à long terme, à moins d'induire un changement dans les anticipations du marché relatives aux tendances économiques à long terme.

... et les prix des actifs, ...

En raison de l'effet qu'elle exerce sur les conditions de financement au sein de l'économie — mais aussi sur les anticipations — la politique monétaire peut influencer d'autres variables financières telles que les prix des actifs (cours boursiers, par exemple) et les taux de change.

... influant sur les décisions de crédit, d'épargne et d'investissement...

Les modifications des taux d'intérêt et des prix des actifs financiers exercent, à leur tour, une influence sur les décisions d'épargne, de dépense et d'investissement des ménages et des entreprises. Par exemple, toutes choses égales par ailleurs, une hausse des taux d'intérêt décourage généralement les ménages ou les entreprises de contracter des emprunts pour financer leur consommation ou leurs investissements. Des taux d'intérêt plus élevés incitent également les ménages à épargner leur revenu actuel plutôt qu'à le dépenser, car le rendement de l'épargne est plus important. En outre, les modifications des taux d'intérêt officiels peuvent également affecter les octrois de crédit. Par exemple, à la suite d'une hausse des taux d'intérêt, le risque que certains emprunteurs ne soient pas en mesure de rembourser sans problème peut atteindre un niveau tel que les banques n'accordent pas de crédit à ces emprunteurs. Dès lors, ces

emprunteurs, ménages ou entreprises, seront contraints de reporter leurs projets de consommation ou d'investissement.

Enfin, les fluctuations des prix des actifs sont susceptibles d'influer sur la consommation et les investissements au travers d'effets de revenu et de richesse. Par exemple, à mesure que les cours boursiers augmentent, les ménages qui possèdent des actions s'enrichissent et peuvent décider de consommer plus. À l'inverse, lorsque les cours boursiers se replient, les ménages peuvent être amenés à réduire leur consommation. Les prix des actifs peuvent également influencer la demande globale au travers de la valeur des garanties qui permettent aux emprunteurs d'obtenir plus de crédit et/ou de réduire les primes de risque exigées par les prêteurs/banques. Les décisions en matière de prêts sont souvent influencées, dans une large mesure, par le montant des garanties. Si la valeur des garanties recule, les prêts deviennent plus onéreux et peuvent même être effectivement difficiles à obtenir, de sorte que les dépenses se contractent.

Ces changements de comportement en matière de consommation et d'investissement entraînent une modification du niveau de la demande intérieure de biens et de services par rapport à l'offre. Lorsque la demande excède l'offre, des tensions sur les prix sont susceptibles d'apparaître. De plus, des modifications de la demande globale peuvent se traduire par un resserrement ou un assouplissement de la situation sur les marchés du travail et des biens intermédiaires et cette évolution peut, à son tour, affecter la détermination des salaires et des prix sur chacun de ces marchés.

... entraînant une modification de la demande globale et des prix

Les variations de taux de change exercent normalement une incidence sur l'inflation de trois façons. Tout d'abord, les mouvements de taux de change peuvent affecter directement le prix intérieur des produits importés. Si le taux de change s'apprécie, le prix des produits importés a tendance à diminuer, contribuant dès lors directement à une réduction de l'inflation, dans la mesure où ces produits sont directement destinés à la consommation. Deuxièmement, si ces importations sont utilisées comme des intrants dans le processus de production, la baisse des prix de ces derniers pourrait, à terme, se traduire par une baisse des prix des biens finis. Troisièmement, les évolutions des taux de change peuvent également exercer un effet par le biais de l'incidence sur la compétitivité, au niveau international, de biens produits au niveau national. Si une appréciation du taux de change rend ces produits moins compétitifs en termes de prix sur les marchés internationaux, cela a tendance à limiter la demande extérieure et donc à réduire les pressions de la demande globale dans l'économie. Toutes choses égales par ailleurs, une appréciation du taux de change devrait donc atténuer les tensions inflationnistes. La vigueur de ces effets de taux de change dépend du degré d'ouverture de l'économie au commerce international. Les effets de taux de change sont généralement moins importants pour une grande zone monétaire relativement fermée, telle que la zone euro, que pour une petite économie ouverte. Bien sûr, les prix des actifs financiers dépendent, outre de la politique monétaire, de nombreux autres facteurs, qui président d'ailleurs souvent aux modifications de taux de change.

La politique monétaire peut influencer sur l'évolution des prix par d'autres voies, et, principalement, en influençant les anticipations à long terme du secteur privé. Si une banque centrale poursuit son objectif de manière particulièrement crédible, la politique monétaire peut influencer les évolutions de prix de manière directe et considérable en orientant les anticipations d'inflation future des agents économiques et leur façon de déterminer les salaires et les prix. À cet égard, il est essentiel qu'une banque centrale convainque de son engagement à maintenir durablement la stabilité des prix. Les anticipations d'inflation ne demeureront fermement ancrées à la stabilité des prix que si les agents économiques croient à la capacité et à l'engagement de la banque centrale à maintenir la stabilité des prix. Cette assurance va à son tour influencer sur la détermination des salaires et des prix dans l'économie puisque, dans un environnement caractérisé par la stabilité des prix, les agents qui fixent les salaires et les prix ne devront pas s'ajuster à la hausse de crainte d'une inflation plus élevée à l'avenir. À cet égard, la crédibilité facilite la tâche de la politique monétaire.

Le processus dynamique esquissé ci-dessus implique un certain nombre de différents mécanismes et actions de la part des agents économiques à divers stades du processus. En conséquence, la décision de politique monétaire n'affecte généralement les évolutions des prix qu'après un long moment. En outre, l'ampleur et la vigueur des différents effets peut varier en fonction de l'état de l'économie, ce qui rend difficile l'estimation précise de leur incidence. Dans l'ensemble, les banques centrales sont généralement confrontées à des délais longs,

variables et incertains dans la conduite de la politique monétaire.

... et est influencée par des chocs exogènes

Le fait que, dans la pratique, les évolutions économiques sont constamment influencées par des chocs induits par un grand nombre de sources complique la description du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Par exemple, les variations des cours du pétrole ou d'autres matières premières ou des prix réglementés peuvent exercer un effet direct à court terme sur l'inflation. De même, les évolutions de l'économie mondiale ou des politiques budgétaires peuvent influencer la demande globale et, dès lors, les prix. De plus, les prix des actifs financiers et les taux de change dépendent, outre de la politique monétaire, d'un grand nombre d'autres facteurs. C'est la raison pour laquelle la politique monétaire doit non seulement surveiller la transmission des modifications de la politique monétaire, mais également prendre en compte toutes les autres évolutions relatives à l'inflation future, de manière à éviter que celles-ci n'exercent une quelconque incidence incompatible avec la stabilité des prix sur les tendances et anticipations d'inflation à long terme. L'orientation requise de la politique monétaire dépend toujours de la nature, de l'ampleur et de la durée des chocs qui frappent l'économie, et la banque centrale est confrontée au défi permanent d'identifier les facteurs à l'origine des tendances de prix, de manière à permettre à la politique monétaire de réagir de manière adéquate.

La complexité du processus de transmission

Les banques centrales sont donc généralement confrontées à un réseau complexe d'interactions économiques.

En raison de cette complexité, elles prennent également souvent en compte certaines règles empiriques simples pour orienter ou vérifier les effets des mesures qu'elles ont prises. L'une de ces règles repose sur le fait que l'inflation est toujours un phénomène monétaire à moyen ou à long terme. Cette règle nécessite que les banques centrales soient bien au fait des évolutions monétaires, de manière à pouvoir évaluer les tendances inflationnistes.

Même si le recours à des méthodes empiriques pour quantifier le mécanisme et les canaux de transmission s'est avéré d'une grande utilité au cours des dernières décennies, les résultats n'ont que partiellement mis en lumière la complexité du processus. En outre, la BCE fait face à un niveau d'incertitude qui est peut-être même quelque peu supérieur à celui auquel sont confrontées bon nombre d'autres banques centrales, dans la mesure où la BCE assume la responsabilité d'une zone monétaire entièrement nouvelle. De plus, les changements institutionnels et comportementaux qui sont survenus après l'introduction de la monnaie unique au début de 1999 peuvent avoir modifié les rapports entre plusieurs variables économiques. De plus amples informations et un plus grand nombre de résultats d'études sont toutefois devenus disponibles au fil du temps et une compréhension plus approfondie de la transmission de la politique monétaire dans la zone euro s'est développée (cf. encadré 3.1 pour un résumé des conclusions empiriques récentes à propos de la transmission de la politique monétaire dans la zone euro). Des progrès supplémentaires et un suivi permanent s'imposent néanmoins.

La connaissance empirique du processus de transmission

Encadré 3.1 Résultats d'études empiriques sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro

Il est essentiel de comprendre le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il n'est dès lors pas surprenant que beaucoup d'études — réalisées par des universitaires comme par les services de l'Eurosystème — aient tenté de mieux mettre en évidence la complexité des interactions qui le sous-tendent. Même s'ils sont toujours entachés d'une grande incertitude (liée, entre autres, au recours à des données pour la plupart antérieures à 1999), les principaux résultats des études consacrées à cette question semblent confirmer qu'un certain nombre de faits largement reconnus et solidement établis s'appliquent également à la zone euro.

Estimations empiriques des effets de modification du taux d'intérêt à court terme sur l'activité réelle et les prix

Plusieurs modèles économétriques de la zone euro ont été utilisés pour estimer les effets sur la production et les prix de modification du taux d'intérêt à court terme. À titre d'illustration, le tableau 3.1 présente les résultats relatifs à ces effets sur la base de trois modèles distincts de la zone euro, qui reflètent des structures économiques et/ou des méthodologies économétriques différentes. Le tableau présente les réactions aux niveaux du PIB et des prix à une hausse temporaire d'un point de pourcentage du taux d'intérêt directeur de la banque centrale, qui serait ensuite maintenu à ce niveau supérieur pendant deux ans.

Les principales caractéristiques des réactions du PIB et des prix sont qualitativement cohérentes entre les trois modèles. Une hausse du taux d'intérêt à court terme débouche sur une baisse provisoire de la production qui culmine environ deux ans après l'impulsion initiale de politique monétaire et revient au niveau de départ par la suite. Dans le même temps, les prix reviennent progressivement à un niveau durablement plus faible.

Des évolutions assez similaires s'observent pour une classe de modèles empiriques plus vaste que celle présentée au tableau 3.1. Elles sont cohérentes avec les résultats d'autres pays et avec les modèles théoriques les plus généralement admis du mécanisme de transmission.

Tableau 3.1 Estimations de l'incidence sur le PIB en volume et les prix à la consommation d'un relèvement de 1 point de pourcentage des taux directeurs dans la zone euro

	PIB en volume				Prix à la consommation			
	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4
Modèle 1	- 0,34	- 0,71	- 0,71	- 0,63	- 0,15	- 0,30	- 0,38	- 0,49
Modèle 2	- 0,22	- 0,38	- 0,29	- 0,14	- 0,09	- 0,21	- 0,31	- 0,40
Modèle 3	- 0,34	- 0,47	- 0,37	- 0,28	- 0,06	- 0,10	- 0,19	- 0,31

Source : « Les conclusions récentes sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, octobre 2002

Notes : Les chiffres sont exprimés en pourcentage de variation par rapport aux niveaux de départ du PIB et de l'indice des prix à la consommation. Le modèle 1 est le modèle de la BCE relatif à l'ensemble de la zone euro (*Area – Wide Model*, AWM). Le modèle 2 est un agrégat des modèles macroéconomiques des banques centrales nationales de la zone euro. Le modèle 3 est le modèle portant sur plusieurs pays développé par le *National Institute of Economic and Social Research* au Royaume-Uni. Les simulations présentées supposent que la hausse du taux d'intérêt entraîne une augmentation du taux d'intérêt à long terme et une appréciation du taux de change.

Pour résumer, ils font apparaître que la politique monétaire est neutre à long terme. Son effet sur la production est temporaire, alors que son incidence sur les prix est permanente.

L'ampleur et le calendrier de ces réactions varient toutefois fortement d'un modèle à l'autre, ce qui reflète l'incertitude quant aux caractéristiques précises du mécanisme de transmission. Par exemple, les réactions les plus importantes de la production pour les trois modèles présentés dans le tableau 3.1 varient entre $-0,38$ et $-0,71$ %, et, deux ans après le premier choc de taux d'intérêt, la réaction des prix fluctue entre $-0,10$ et $-0,30$ %. Dans l'ensemble, ces estimations confirment l'existence de délais longs et incertains dans le mécanisme par lequel la politique monétaire affecte le niveau des prix.

Les canaux de transmission de la politique monétaire dans la zone euro

En ce qui concerne les réactions des composantes individuelles du PIB aux variations des taux d'intérêt, certaines études soulignent l'importance plus grande de l'effet de la politique monétaire sur l'investissement par rapport à l'incidence sur la consommation et les autres composantes de la demande globale. L'investissement productif est principalement influencé par les modifications du coût d'utilisation du capital (une variable qui est étroitement liée aux taux d'intérêt). Il est également sensible, quoique dans une plus faible mesure, aux contraintes de liquidité ou de flux de trésorerie (c'est-à-dire la capacité des entreprises à émettre des titres de créance sur les marchés financiers ou à emprunter auprès des banques).

Les études empiriques disponibles suggèrent également que les effets de taux de change peuvent être assez importants dans la zone euro. Dès lors, la réaction des prix à la consommation à une modification des taux d'intérêt directs de la banque centrale dépendra également des effets de cette modification sur le cours de change. Par exemple, plus l'appréciation de l'euro suscitée par une variation des taux d'intérêt est importante, plus le repli de l'inflation sera rapide et substantiel. Toutefois, la banque centrale ne peut présumer ni de l'ampleur ni de la direction de la réaction du cours de change au taux d'intérêt car cette dernière dépend d'autres facteurs, qui ne sont pas contrôlés par la banque centrale, comme les évolutions des politiques monétaires étrangères.

3.3 LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE : PRINCIPES GÉNÉRAUX

La mission de la politique monétaire

Étant donné ce que l'on sait du processus de transmission, le défi auquel fait face la BCE peut être résumé comme suit : le Conseil des gouverneurs de la BCE doit influencer la situation sur le marché monétaire et, par conséquent, le niveau des taux d'intérêt à court terme, afin d'assurer la stabilité des prix à moyen terme. Ce faisant, la banque centrale est en permanence confrontée à un haut degré d'incertitude, tant en ce qui concerne la nature des chocs

économiques qui frappent l'économie qu'en ce qui concerne l'existence et la force des liens entre les variables macroéconomiques. Dans ce contexte, il est possible d'identifier certaines caractéristiques essentielles d'une politique monétaire réussie.

D'abord, comme cela a été souligné dans la section 3.2, la politique monétaire sera considérablement plus efficace si elle constitue un point d'ancrage ferme des anticipations d'inflation. À cet égard, la banque centrale devrait préciser son objectif, élaborer et s'en tenir à une méthode

La politique monétaire doit constituer un point d'ancrage ferme des anticipations d'inflation, ...

cohérente et systématique de conduite de la politique monétaire et communiquer de manière claire et ouverte. Il s'agit d'éléments essentiels pour acquérir un haut niveau de crédibilité, une condition préalable nécessaire pour influencer les anticipations des agents économiques.

... elle doit être prospective, ...

Ensuite, en raison des délais inhérents au processus de transmission, les changements de politique monétaire survenus à un moment donné n'influeront sur le niveau des prix qu'après un certain nombre de trimestres ou d'années. Cela signifie que les banques centrales doivent déterminer quelle est la stratégie monétaire nécessaire aujourd'hui pour assurer le maintien de la stabilité des prix à l'avenir, après résorption des délais de transmission. Ainsi, la politique monétaire doit être prospective.

... axée sur le moyen terme...

Dans la mesure où, en raison des délais de transmission, la politique monétaire ne peut pas, à court terme, contrebalancer les chocs imprévus sur le niveau des prix (par exemple, ceux engendrés par les variations des cours internationaux des matières premières), une certaine volatilité à court terme des taux d'inflation est inévitable. De plus, en raison de la complexité du processus de transmission, un degré élevé d'incertitude entoure toujours les effets de la politique monétaire. C'est pourquoi la politique monétaire se doit d'être orientée sur le moyen terme, de manière à éviter tout activisme excessif et à ne pas introduire de volatilité inutile dans l'économie réelle.

... et fondée sur une large gamme d'indicateurs

Enfin, à l'instar de n'importe quelle autre banque centrale, la BCE fait face à une incertitude considérable quant à la fiabilité des indicateurs économiques,

à la structure de l'économie et au mécanisme de transmission de la politique monétaire notamment. Par conséquent, une politique monétaire efficace doit être fondée sur une large gamme d'indicateurs, prenant en compte toutes les informations pertinentes, de manière à comprendre les facteurs à l'origine des évolutions économiques et ne s'appuyant pas sur un modèle unique de l'économie.

La BCE a adopté et annoncé une stratégie de politique monétaire visant à garantir une approche cohérente et systématique des décisions de politique monétaire. Cette stratégie de politique monétaire incorpore les principes généraux susmentionnés afin de relever les défis lancés à la banque centrale. Elle vise à offrir un cadre global au sein duquel peuvent être prises les décisions quant au niveau adéquat des taux d'intérêt à court terme.

Le premier élément de la stratégie de politique monétaire de la BCE consiste en une définition quantifiée de la stabilité des prix. En outre, la stratégie offre un cadre qui garantit que le Conseil des gouverneurs évalue toutes les informations et analyses pertinentes nécessaires pour prendre les décisions de politique monétaire de manière prospective et pour garantir, ce faisant, le maintien de la stabilité des prix. À cet égard, la stratégie offre également un cadre d'explication claire et transparente des décisions de politique monétaire au public. Les autres sections du chapitre décrivent ces aspects de manière détaillée.

3.4 LA DÉFINITION QUANTIFIÉE DE LA STABILITÉ DES PRIX PAR LA BCE

Si le Traité stipule clairement que le maintien de la stabilité des prix est

Le rôle de la stratégie : offrir un cadre global de prise des décisions de politique monétaire

Les principaux aspects de la stratégie de politique monétaire de la BCE

La BCE a défini la stabilité des prix en termes quantitatifs

l'objectif principal de l'Eurosystème, il ne donne pas de définition précise de ce que recouvre cette notion. Afin de préciser cet objectif, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté, en 1998, la définition quantifiée suivante : « La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme ». Après avoir procédé à une évaluation approfondie de sa stratégie de politique monétaire en 2003, le Conseil des gouverneurs a précisé que, dans le cadre de la définition, il vise à maintenir les taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

définition, il poursuit l'objectif de taux d'inflation proches de 2 %.

La définition de la stabilité des prix fait clairement apparaître que le mandat de l'Eurosystème recouvre l'ensemble de la zone euro. Dès lors, la stabilité des prix est évaluée sur la base des évolutions des prix dans la zone euro considérée dans son ensemble, ce qui signifie que les décisions en matière de politique monétaire unique visent à atteindre l'objectif de stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble. Cette attention portée sur la zone euro dans son ensemble est la conséquence naturelle du fait que, au sein d'une union monétaire, la politique monétaire ne peut que piloter le niveau moyen des taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone, c'est-à-dire qu'elle doit recourir à un outil qui soit uniforme dans l'ensemble de la zone.

L'attention se porte sur la zone euro dans son ensemble

La définition retient également un indice spécifique des prix, à savoir l'IPCH de la zone euro, qui doit être utilisé pour évaluer si la stabilité des prix a été atteinte. Cet indice a été harmonisé entre les différents pays de la zone euro. L'IPCH est l'indice qui représente le mieux les variations au fil du temps du prix d'un panier représentatif de dépenses de consommation (cf. encadré 3.2). Le recours à un indice harmonisé rend transparent l'engagement de la BCE à fournir une protection entière et efficace contre les pertes de pouvoir d'achat de la monnaie.

L'IPCH

En faisant référence à « une progression de l'IPCH inférieure à 2 % », la définition indique clairement que non seulement une inflation supérieure à 2 %, mais également la déflation (c'est-à-dire une baisse du niveau des prix) sont incompatibles avec la stabilité

Les raisons du ciblage de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % : ...

Cette définition constitue un point d'ancrage pour les anticipations d'inflation tout en ajoutant à la transparence et à la responsabilité de la BCE

Plusieurs raisons expliquent la décision du Conseil des gouverneurs d'annoncer publiquement une définition quantifiée de la stabilité des prix. Tout d'abord, en clarifiant la façon dont le Conseil des gouverneurs interprète l'objectif qui lui a été assigné par le Traité, cette définition rend plus compréhensible le cadre de la politique monétaire (il rend la politique monétaire plus transparente). Ensuite, la définition de la stabilité des prix fournit un repère clair et mesurable permettant au public d'évaluer les résultats atteints par la BCE. Les écarts entre l'évolution des prix et la définition de la stabilité des prix peuvent être identifiés et la BCE est alors tenue d'expliquer ces écarts et de préciser comment elle entend rétablir la stabilité des prix dans un délai acceptable. Enfin, la définition donne des orientations au public lui permettant de former des anticipations de l'évolution ultérieure des prix. Toutes ces caractéristiques positives de la définition ont d'ailleurs été renforcées par l'affirmation par le Conseil des gouverneurs que, dans le cadre de la

Encadré 3.2 L'élaboration et les caractéristiques de l'IPCH

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour définir la stabilité des prix dans la zone euro. Le travail conceptuel lié au calcul de cet indice des prix est effectué par la Commission européenne (Eurostat), en liaison étroite avec les instituts nationaux de statistiques. En tant que principaux utilisateurs, la BCE et, précédemment, l'Institut monétaire européen (IME) ont été étroitement impliqués dans ces travaux.

Les chiffres de l'IPCH publiés par Eurostat sont disponibles depuis janvier 1995. Des données réropolées, qui ne sont pas totalement comparables avec les chiffres établis pour l'IPCH à partir de 1995, sont disponibles pour l'IPCH global et ses grandes composantes à compter de 1990. Sur la base des pondérations de dépenses de consommation applicables pour 2003, les biens représentent 59,1 % et les services 40,9 % de l'IPCH (cf. tableau 3.2). Une ventilation de l'IPCH global en composantes individuelles a principalement pour objet d'identifier les différents facteurs économiques qui exercent une influence sur l'évolution des prix à la consommation. Ainsi, les évolutions de la composante énergie sont étroitement liées aux fluctuations des cours du pétrole. Les prix des produits alimentaires sont ventilés en produits alimentaires transformés et non transformés, car les prix de ces derniers subissent, notamment, l'influence des conditions météorologiques et des variations saisonnières, alors que ces facteurs exercent une incidence moindre sur les prix des produits alimentaires transformés. Les prix des services se subdivisent en cinq composantes qui, en raison des conditions spécifiques de leur marché, présentent généralement des différences dans leurs évolutions respectives.

Les mesures d'harmonisation introduites pour élaborer l'IPCH dans les différents pays reposent sur plusieurs règlements et directives communautaires approuvés par les États membres. Elles portent, entre autres, sur la couverture des dépenses de consommation, les normes initiales pour les procédures d'ajustement de la qualité, le traitement des nouveaux biens et services et la révision des pondérations. Le terme « initial » fait référence au fait qu'une poursuite de l'harmonisation est prévue dans plusieurs domaines.

Tableau 3.2 Pondérations des principales composantes de l'IPCH de la zone euro applicables pour 2003

Indice global	100,0
Prix des biens	59,1
Produits alimentaires non transformés	7,6
Produits alimentaires transformés	11,7
Produits manufacturés hors énergie	31,6
Énergie	8,2
Services	40,9
Services de logement	10,4
Transports	6,3
Communication	2,9
Services de loisirs et personnels	14,9
Divers	6,4

Source : Eurostat

De plus, un classement harmonisé détaillé a été arrêté pour les sous-indices, permettant une comparaison internationale cohérente des évolutions des prix dans des sous-groupes détaillés de dépenses de consommation. À la suite de cette harmonisation et de ces améliorations statistiques visant à augmenter sa précision, sa fiabilité et le délai de disponibilité, l'IPCH est devenu un indice des prix de grande qualité, conforme aux normes internationales, et un indicateur caractérisé par une grande comparabilité de pays à pays. Des améliorations sont toujours en cours en ce qui concerne les normes d'ajustement de qualité et d'échantillonnage, de même qu'en ce qui concerne le traitement des coûts des logements occupés par leur propriétaire.

des prix. À cet égard, l'indication explicite par la BCE qu'elle poursuit l'objectif de maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % — c'est-à-dire proche de la limite supérieure prescrite par la définition — est le signe de son engagement à prévoir une marge permettant d'éviter les risques de déflation.

... les coûts de la déflation, ...

Si la déflation implique des coûts similaires pour l'économie à ceux suscités par l'inflation (cf. section 3.1), il importe également de l'éviter car, lorsqu'elle survient, elle peut perdurer en raison du fait que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent pas tomber au-dessous de zéro. Dans un environnement déflationniste, la politique monétaire peut ainsi ne pas être en mesure de stimuler suffisamment la demande globale en ayant recours à l'instrument des taux d'intérêt. Toute tentative de réduire les taux d'intérêt nominaux à un niveau inférieur à zéro serait vouée à l'échec, car les agents économiques préféreraient détenir des liquidités plutôt que de prêter ou de déposer leurs fonds à un taux négatif. Même si diverses actions de politique monétaire sont envisageables en situation de taux d'intérêt nominaux nuls, l'efficacité de ces politiques alternatives est incertaine. Il est dès lors plus difficile, en termes de politique monétaire, de lutter contre la déflation que de lutter contre l'inflation.

En fixant la limite supérieure pour l'inflation sensiblement au-dessus de zéro et en poursuivant l'objectif d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 %, la BCE prend également en considération la possibilité que l'inflation mesurée par l'IPCH surévalue légèrement l'inflation réelle en raison de l'existence d'un biais de mesure faible mais positif des variations du niveau des prix fondées sur l'IPCH. Les indices des prix à la consommation peuvent être affectés par des erreurs de mesure pour diverses raisons. De telles erreurs peuvent survenir lorsque les prix ne reflètent pas, de manière adéquate, les changements de qualité ou si certaines transactions importantes ne sont jamais prises en compte dans le panier utilisé pour construire l'indice.

... prenant en considération un biais de mesure potentiel...

Dans le passé, un certain nombre d'études économiques ont identifié un léger biais positif dans la mesure des indices des prix à la consommation nationaux, ce qui suggère (en raison de l'amélioration de la qualité des biens, par exemple) qu'un taux d'inflation mesuré de zéro pourrait en fait indiquer un léger repli du niveau des prix réels. En ce qui concerne la zone euro, les éléments attestant un biais de mesure de l'IPCH restent limités, reflétant la jeune existence de la zone. Toutefois, selon certaines études, le biais serait de faible ampleur, même si le niveau d'incertitude qui entoure ces

estimations est toujours très élevé. De plus, compte tenu des améliorations constantes qu'Eurostat (l'agence de la Commission européenne chargée d'établir ces statistiques à l'échelle de l'UE) apporte à l'IPCH, ce biais devrait encore se réduire à l'avenir.

La fixation d'un objectif précis assigné à la politique monétaire dans une union monétaire prend également en compte l'existence d'écarts d'inflation entre les régions de l'union, de manière à éviter que certaines régions ne soient contraintes de fonctionner

structurellement dans un environnement de taux d'inflation excessivement faibles, voire négatifs. En principe, les écarts d'inflation entre régions sont une caractéristique normale de toute zone monétaire. Elles font partie intégrante du mécanisme d'ajustement résultant des divergences entre les évolutions économiques des différentes économies de ces régions. La politique monétaire ne peut influencer le niveau des prix que de la zone euro dans son ensemble et ne peut pas avoir d'incidence sur les écarts d'inflation entre les régions ou les villes.

Encadré 3.3 L'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE

Une économie est continuellement soumise à des chocs largement imprévisibles qui affectent également l'évolution des prix. Parallèlement, la politique monétaire n'agit sur l'évolution des prix qu'après un long délai, dont la durée est variable et, comme la plupart des interactions économiques, très incertaine. Dans ce contexte, aucune banque centrale ne serait en mesure de maintenir en permanence l'inflation à un niveau correspondant à un objectif chiffré spécifique, voire de la ramener très rapidement au niveau souhaité. Dès lors, la politique monétaire doit agir de manière prospective et ne peut assurer le maintien de la stabilité des prix que sur des périodes assez longues. Ce raisonnement est la pierre angulaire de l'orientation à moyen terme de la BCE.

L'idée du moyen terme implique nécessairement une certaine flexibilité en ce qui concerne le délai exact. Cela reflète qu'il n'est pas souhaitable de fixer *a priori* un horizon précis en ce qui concerne la conduite de la politique monétaire, dans la mesure où le mécanisme de transmission couvre une période de temps variable et incertaine. En outre, la mesure de politique monétaire optimale en vue d'assurer la stabilité des prix dépend toujours de la nature spécifique et de l'ampleur des chocs affectant l'économie. Pour un grand nombre de chocs (tels que les chocs de demande, qui font évoluer la production et les prix dans la même direction), une réaction rapide de la politique monétaire est souvent adéquate : elle contribuera non seulement à sauvegarder la stabilité des prix, mais permettra également de stabiliser l'économie. Cependant, il existe d'autres chocs économiques (tels qu'une inflation par les coûts, comme une hausse des cours du pétrole) qui font évoluer la production et les prix en sens contraires. Une réaction trop énergique de la politique monétaire visant à restaurer la stabilité des prix sur une période très courte peut, dans ces conditions, être très coûteuse en termes de volatilité de la production et de l'emploi, ce qui, à plus long terme, pourrait également affecter l'évolution des prix. En l'occurrence, il est communément admis qu'une réaction graduelle de la politique monétaire permet à la fois d'éviter une volatilité excessive de l'activité réelle et de maintenir la stabilité des prix à plus long terme. Ainsi, l'orientation à moyen terme permet aussi à la BCE de répondre, de manière adéquate et souple, aux différents chocs économiques susceptibles de survenir.

Les différentiels d'inflation peuvent être dus à des facteurs temporaires et peuvent donc n'être que provisoires. De tels écarts ne sont guère source de préoccupations. Toutefois, si la convergence réelle entre les régions d'une union monétaire est incomplète, il peut en résulter des écarts d'inflation structurels entre les différentes régions. Il peut, par exemple, y avoir au sein d'une zone monétaire des différences entre les niveaux de revenu de départ et un processus de rattrapage de niveau de vie en cours. S'il existe des écarts d'inflation structurels dans la zone euro, ceux-ci pourraient éventuellement susciter des problèmes économiques dans les pays ou régions où l'inflation est inférieure à la moyenne, surtout si ces pays ont dû fonctionner structurellement dans un environnement de taux d'inflation négatifs (de tels problèmes peuvent, par exemple, survenir si les économies sont affectées par des rigidités nominales à la baisse, c'est-à-dire par la difficulté ou l'impossibilité de procéder à des réductions des salaires et des prix – ce qui pourrait entraver les ajustements des prix relatifs qui s'imposent et donc faire obstacle à une allocation efficace des ressources).

Compte tenu de l'existence de tels écarts d'inflation, qui sont inévitables, on a prétendu que la politique monétaire de la BCE devrait viser, à moyen terme, un taux d'inflation pour l'ensemble de la zone euro qui soit suffisamment élevé pour éviter aux régions affichant des taux d'inflation structurellement plus faibles de devoir subir les coûts liés à d'éventuelles rigidités nominales à la baisse ou de connaître des périodes prolongées de baisse des prix. Selon toutes les études disponibles, un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % dans la zone euro fournit également une marge suffisante à cet égard.

Enfin, un aspect fondamental de la politique monétaire de la BCE réside dans le fait qu'elle poursuit un objectif de stabilité des prix « à moyen terme ». Comme on l'a souligné ci-dessus, c'est le reflet du consensus sur le fait que la politique monétaire ne peut pas, et ne doit dès lors pas tenter de, procéder au réglage fin des évolutions des prix ou de l'inflation à des horizons à court terme de quelques semaines ou de quelques mois. Les modifications de la politique monétaire n'affectent les prix qu'après un certain temps et l'ampleur de l'incidence effective est incertaine (cf. section 3.2). Cela implique que la politique monétaire ne peut pas neutraliser toutes les perturbations inattendues du niveau des prix. Une certaine volatilité à court terme de l'inflation est dès lors inévitable. Comme l'explique l'encadré 3.3, l'orientation à moyen terme permet également à la politique monétaire de tenir compte des préoccupations relatives aux fluctuations de la production, sans préjudice de son objectif principal.

3.5 L'ANALYSE DES RISQUES PESANT SUR LA STABILITÉ DES PRIX DANS LE CADRE DE LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

Afin d'atteindre au mieux son objectif de maintien de la stabilité des prix, la BCE, à l'instar de toute autre banque centrale, se doit d'analyser en profondeur les évolutions économiques.

Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE

L'approche adoptée par la BCE pour l'organisation, l'évaluation et le recoupement des informations pertinentes pour l'analyse des risques pesant sur la stabilité des prix est fondée sur un cadre analytique bipolaire désigné sous le terme des

L'orientation à
moyen terme

Le cadre
à deux piliers
constitue un
instrument
pour organiser
l'information...

deux « piliers ». Cette approche a été confirmée et clarifiée par le Conseil des gouverneurs de la BCE en mai 2003.

... fondé sur un cadre analytique bipolaire...

Dans le cadre de la stratégie de la BCE, les décisions de politique monétaire sont fondées sur une analyse approfondie des risques pesant sur la stabilité des prix. Cette analyse s'articule autour de deux perspectives complémentaires concernant la détermination des évolutions de prix. La première perspective est destinée à analyser les déterminants à court et à moyen termes des évolutions de prix, en mettant l'accent sur l'activité réelle et les conditions de financement de l'économie. Elle tient compte du fait que les évolutions de prix sur ces horizons sont dans une large mesure influencées par l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production. Cette approche est dénommée par la BCE « l'analyse économique ». La seconde perspective, appelée « l'analyse monétaire », envisage une période plus longue, exploitant le lien à long terme entre la monnaie et les prix. L'analyse monétaire a essentiellement pour objet de recouper, dans une perspective de moyen et de long termes, les indications à court et à moyen termes fournies par l'analyse économique en ce qui concerne la politique monétaire.

... afin de garantir qu'aucune information pertinente ne soit laissée de côté

L'approche à deux piliers est conçue de façon à ce qu'aucune information pertinente ne soit laissée de côté dans le cadre de l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix et qu'il soit dûment tenu compte des différentes perspectives et du recoupement des informations afin de se faire une idée globale des risques pesant sur la stabilité des prix. Elle représente, et permet de faire connaître au public, le principe de l'analyse diversifiée et assure un

processus de prise de décision robuste, fondé sur des perspectives analytiques différenciées (cf. encadré 3.4 pour un aperçu des stratégies alternatives).

L'analyse économique

L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières actuelles et des risques à court et à moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix. Les variables économiques et financières qui font l'objet de cette analyse comprennent : l'évolution de la production globale, la demande globale et ses composantes, la politique budgétaire, la situation sur les marchés du capital et du travail, une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts, l'évolution des taux de change, de l'économie mondiale et de la balance des paiements, les marchés financiers, ainsi que les structures des bilans des différents secteurs de la zone euro. L'ensemble de ces facteurs permet d'évaluer la dynamique de l'activité réelle et l'évolution probable des prix, considérés sous l'angle de l'interaction à plus court terme entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production.

Dans le cadre de cette analyse, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix et les perspectives à court et à moyen termes concernant leur propagation au sein de l'économie. Afin de prendre des décisions appropriées, le Conseil des gouverneurs doit pouvoir se former une idée globale de la situation économique en vigueur et être attentif à la nature spécifique et à l'ampleur des perturbations économiques qui menacent la stabilité des prix. Ainsi, la réaction de politique monétaire pourrait

L'analyse des risques à court et moyen termes pour la stabilité des prix...

... contribue à mettre en évidence la nature des chocs

Encadré 3.4 Les autres stratégies de politique monétaire

D'autres stratégies de politique monétaire sont, ou ont été, suivies par d'autres banques centrales. Plusieurs de ces stratégies ont été envisagées par l'IME et par la BCE avant que la décision ne soit prise d'opter pour la stratégie à deux piliers axée sur la stabilité.

L'une de ces stratégies est la fixation d'objectifs monétaires. Dans la pratique, cela signifie qu'une banque centrale modifie ses taux d'intérêt directeurs afin d'accélérer ou de ralentir la croissance monétaire jusqu'à un taux préannoncé spécifique. Ce taux cible est calculé de manière à être compatible avec la stabilité des prix. Une telle stratégie repose sur deux présupposés. D'une part, il existerait une relation stable à moyen terme entre la monnaie et le niveau des prix (par exemple sous la forme d'une équation de la demande de monnaie). Si tel est le cas, il est possible de calculer, pour la masse monétaire, un profil d'évolution compatible avec la stabilité des prix. Deuxièmement, on suppose que la masse monétaire peut être régulée par la politique monétaire sur un horizon temporel limité. Si toutes ces conditions sont remplies, la banque centrale peut recourir à des modifications de taux directeurs pour faire en sorte que la croissance monétaire demeure dans la limite assignée et ainsi, grâce à la stabilité de la relation entre monnaie et prix, maintenir indirectement la stabilité des prix.

Même si l'expérience de cette approche par les banques centrales a influé sur la conception de la stratégie de la BCE, celle-ci a toutefois décidé de ne pas adopter une stratégie fondée sur un objectif de croissance monétaire. Par cette décision, elle a reconnu que des variables macroéconomiques autres que la monnaie contiennent des informations pertinentes pour les décisions de politique monétaire visant à la stabilité des prix. De plus, il existe des incertitudes relatives aux propriétés empiriques de la monnaie dans la zone euro, du fait de l'éventualité de changements d'ordre institutionnel, d'une modification des comportements en liaison avec le passage à l'Union monétaire et, plus généralement, de la possibilité que des facteurs spécifiques puissent temporairement provoquer des distorsions des évolutions monétaires. S'appuyer exclusivement sur l'analyse monétaire peut donc présenter des difficultés.

Une autre stratégie consiste à fixer une cible directe d'inflation. Plutôt que d'utiliser la monnaie pour orienter les décisions de politique monétaire, cette approche met l'accent sur les évolutions de l'inflation elle-même par rapport à une cible d'inflation publiée. Pour les banques centrales qui utilisent cette méthode, les décisions de politique monétaire représentent des réactions plus ou moins mécaniques aux écarts de prévisions concernant un indicateur particulier d'inflation par rapport à une cible spécifique d'inflation, sur un horizon bien défini. Les prévisions d'inflation de la banque centrale sont donc placées au centre de l'analyse et du débat de politique monétaire, tant au sein de la banque centrale que dans le cadre de la communication au public.

Même s'il y a de nombreuses similarités entre la stratégie de la BCE et les stratégies d'autres banques centrales ayant recours à la stratégie de la cible d'inflation, la BCE a décidé, pour diverses raisons, de ne pas poursuivre une stratégie de cible d'inflation directe telle que décrite ci-dessus. Tout d'abord, s'attacher exclusivement à un chiffre de prévision d'inflation ne fournit pas un cadre global et fiable pour identifier la nature des risques pesant sur la stabilité des prix. Or, la réaction appropriée de politique monétaire

dépendra, en règle générale, des facteurs à l'origine de ces risques. Au minimum, cela requiert une analyse de la situation et du profil d'évolution économique sous-jacents plus approfondie que ne le permet une simple prévision d'inflation. Deuxièmement, divers aspects théoriques de la méthode de cible d'inflation, tels que l'horizon temporel fixé (par exemple deux ans) pour la prévision sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire, sont quelque peu arbitraires et, dans de nombreux cas, ne paraissent pas être optimaux (par exemple, les facteurs susceptibles d'affecter l'inflation au-delà de l'horizon choisi, comme la présence de déséquilibres financiers et d'inadéquations des cours des actifs, doivent pouvoir être pris en compte dans le cadre des décisions de politique monétaire actuelles). Troisièmement, il est difficile d'intégrer les informations contenues dans les agrégats de monnaie à des prévisions d'inflation reposant sur des modèles macroéconomiques traditionnels. Enfin, la BCE estime qu'il ne serait pas prudent de s'appuyer sur une prévision unique, étant donné les incertitudes considérables entourant la structure de l'économie de la zone euro. Il est jugé préférable d'adopter, pour l'analyse des données économiques, une approche diversifiée qui s'appuie sur diverses méthodes analytiques.

Une troisième stratégie consiste à fixer un objectif de taux de change, ce qui était le cas de plusieurs pays européens avant l'Union monétaire dans le cadre du mécanisme de change du SME. Pour les petites économies ouvertes, dans lesquelles la production et la consommation de biens faisant l'objet d'échanges internationaux représentent une large part de l'économie, les mouvements de taux de change peuvent exercer une incidence significative sur le niveau des prix à travers leur incidence sur les prix à l'importation. Une stratégie reposant sur un objectif de taux de change n'a pas été considérée comme appropriée pour la zone euro, parce qu'il s'agit d'une vaste économie relativement fermée, dans le cadre de laquelle les mouvements de taux de change exercent une influence plus limitée sur le niveau des prix.

différer selon qu'il s'agit de faire face aux conséquences sur l'inflation d'une hausse temporaire des cours mondiaux du pétrole ou à une hausse des prix à la consommation résultant de hausses des salaires non conformes à la croissance de la productivité. En effet, dans le premier cas, on assiste à une hausse de l'inflation temporaire et de courte durée qui s'annule rapidement. Si ce choc n'entraîne pas de hausse des anticipations d'inflation, il ne devrait guère compromettre la stabilité des prix à moyen terme. Par contre, en cas de hausses excessives des salaires, il existe toutefois un risque de création d'une spirale auto-alimentée de hausse des coûts, des prix et des revendications salariales. Un bon moyen d'éviter ce processus peut consister, pour la banque

centrale, en une réaction de politique monétaire ferme, afin de réaffirmer son engagement en faveur du maintien de la stabilité des prix, contribuant ainsi à stabiliser les anticipations d'inflation.

Dans ce contexte, la BCE examine régulièrement l'évolution globale de la production, de la demande et de la situation sur le marché du travail, de même que celle d'une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts ainsi que celle de la politique budgétaire et de la balance des paiements de la zone euro. Entre autres choses, ces indicateurs contribuent à évaluer les mouvements de la demande globale, de l'offre globale et du degré d'utilisation des capacités de production. L'encadré 3.5 présente certains des

L'analyse des indicateurs de l'économie réelle

Encadré 3.5 Les statistiques relatives aux évolutions économiques et financières dans la zone euro

Comme l'explique le chapitre 3, l'enchaînement des causes et des effets reliant les décisions de politique monétaire au niveau des prix est complexe et implique des délais, qui peuvent être substantiels. Par conséquent, une large gamme d'indicateurs doit être examinée en vue d'évaluer les perspectives de stabilité des prix.

Tout d'abord, s'agissant des évolutions de prix et de coûts, outre l'IPCH et ses composantes, l'évolution des prix dans le secteur industriel, mesurée par les prix à la production, peut jouer un rôle important dans la mise en évidence des évolutions futures des prix à la consommation, à mesure que les évolutions des prix à la production se répercutent sur les prix à la consommation. Les coûts salariaux, qui forment une composante importante des coûts de production globaux, exercent une incidence non négligeable sur la formation des prix. Les statistiques de coûts salariaux fournissent également des informations sur la compétitivité de la zone euro.

Deuxièmement, les indicateurs de production et de demande (comptes nationaux, statistiques de court terme relatives à la conjoncture dans l'industrie et les services, carnets de commandes et données d'enquêtes qualitatives) fournissent des informations sur la situation conjoncturelle de l'économie, qui constitue un élément important de l'analyse de la BCE concernant les perspectives d'évolution des prix. De plus, les données relatives au marché du travail (emploi, chômage, offres d'emploi et taux d'activité) sont déterminantes pour suivre les évolutions de la conjoncture et évaluer les changements structurels dans le fonctionnement de l'économie de la zone euro. En outre, le secteur public représente une part importante de l'activité économique ; l'information relative à la fois aux comptes financiers et non financiers du secteur public est fondamentale.

Troisièmement, les statistiques de balance des paiements, ainsi que les statistiques du commerce extérieur, fournissent des informations importantes sur les évolutions des exportations et des importations susceptibles d'affecter les tensions inflationnistes au travers de leur incidence sur les conditions de la demande. Ces données permettent également un suivi des prix des échanges extérieurs, dont une approximation est actuellement donnée par les indices de valeur unitaire des exportations et des importations. Ces indices contribuent, notamment, à l'évaluation de l'incidence potentielle sur les prix des importations des mouvements de taux de change et de l'évolution des cours des matières premières (comme le pétrole). Bien que la zone euro constitue une économie relativement fermée comparativement à chacun des pays membres, l'inflation importée affecte les prix intérieurs à la production et à la consommation.

En ce qui concerne les évolutions financières, les statistiques de bilan des institutions financières monétaire (IFM) fournissent des informations qui peuvent être utilisées pour calculer les agrégats monétaires de la zone euro et leurs contreparties (cf. encadré 2.3). Elles servent également de base au calcul des réserves obligatoires que les IFM doivent détenir auprès des banques centrales nationales de la zone euro. En outre, la BCE collecte des statistiques sur les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux dépôts et crédits. De plus, les données relatives aux comptes financiers présentent les opérations financières et les bilans de tous les secteurs de l'économie, comme les ménages et les sociétés financières

et non financières. Ces statistiques font apparaître les activités de financement et de placement financier des différents secteurs, l'évolution du patrimoine et de l'endettement, de même que les relations financières entre les secteurs.

Afin d'obtenir des informations plus détaillées sur l'évolution des conditions de financement, la BCE a mis au point une enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Les données de cette enquête complètent les statistiques existantes relatives au crédit bancaire et aux taux d'intérêt appliqués à la clientèle en fournissant des informations quant aux conditions d'offre et de demande sur les marchés du crédit de la zone euro et sur les politiques de prêt des banques de la zone. Enfin, la BCE publie tous les mois des statistiques sur les titres de créance et les actions cotées et, trimestriellement, des statistiques sur les fonds d'investissement de la zone euro et sur le financement et les placements financiers des sociétés d'assurances et des fonds de pension de la zone. Elle publie également des statistiques sur l'évolution des cours sur les marchés financiers. Toutes ces statistiques sont exploitées de manière intensive afin d'analyser systématiquement les structures et la dynamique des marchés financiers, y compris les anticipations des agents économiques en ce qui concerne les évolutions économiques et financières ultérieures.

Des statistiques de grande qualité sont essentielles pour parvenir à une estimation exacte de la situation économique. Des erreurs dans la prise de décision, imputables à des statistiques incomplètes ou inexactes, peuvent être lourdes de conséquences et se traduire par une accélération de l'inflation et une plus forte volatilité de l'activité économique. La qualité des statistiques comporte plusieurs aspects, dont le degré d'importance varie en fonction du type de statistiques. Premièrement, tous les secteurs industriels et institutionnels de l'économie doivent être couverts. En particulier, outre les statistiques traditionnelles sur l'industrie et le commerce, des indicateurs concernant le secteur des services, dont l'importance ne cesse de croître, sont nécessaires. Deuxièmement, une harmonisation des concepts et de la méthodologie est indispensable en vue de garantir que tout indicateur de la zone euro établi à partir de séries nationales fournit aux décisions de politique monétaire des informations fiables. Troisièmement, le fait de disposer des données rapidement et avec une périodicité suffisamment rapprochée est essentiel pour la conduite d'une politique monétaire prospective. Quatrièmement, il est essentiel de disposer de suffisamment de données réropolées pour les analyses économétriques car elles contribuent à la compréhension de l'économie de la zone euro.

La fourniture de statistiques pour la zone euro est continuellement développée et améliorée. Des normes méthodologiques communes ont été définies pour de nombreux domaines statistiques de la zone euro. À cet égard, un certain nombre d'initiatives ont été prises. De nouveaux indicateurs de la zone euro ont été mis au point dans plusieurs domaines statistiques ces dernières années, qui ont débouché sur une plus grande rapidité de livraison et une comparabilité accrue. Par exemple, le Plan d'action relatif aux besoins statistiques de l'UEM de septembre 2000 établi par la Commission européenne (Eurostat), en étroite coopération avec la BCE, expose dans le détail les améliorations prioritaires en matière de statistiques économiques. Il a été complété par l'établissement d'une liste des indicateurs de la zone euro qui sont considérés comme essentiels pour l'analyse économique à court terme. Intitulée « Les Principaux indicateurs économiques européens » (PIEE), cette liste fixe également des objectifs stricts pour les délais de publication des agrégats de la zone euro, à réaliser pour 2005 au plus tard.

indicateurs d'évolutions économiques analysées par la BCE et souligne l'importance de disposer de statistiques de qualité.

L'analyse des évolutions des marchés de capitaux

Les évolutions des indicateurs des marchés de capitaux et des prix des actifs sont également suivies avec beaucoup d'attention, notamment parce qu'elles sont susceptibles d'affecter l'évolution des prix (cf. section 3.2). Les prix des actifs et les rendements financiers peuvent aussi être analysés pour obtenir des informations sur les anticipations des marchés de capitaux, notamment en ce qui concerne l'évolution des cours. Ainsi, quand les opérateurs effectuent des opérations d'achat et de cession d'obligations, ils révèlent implicitement leurs anticipations relatives aux futures évolutions des taux d'intérêt réels et de l'inflation. Une banque centrale, en utilisant plusieurs techniques pour analyser les cours des produits financiers, peut en extraire les anticipations implicites des marchés relatives aux évolutions futures.

Les marchés des actifs, et donc aussi les prix des actifs, sont par leur nature même prospectifs. Les variations des prix des actifs reflètent dès lors dans une large mesure les « faits nouveaux » – c'est-à-dire les informations quant aux évolutions que les marchés des actifs n'avaient pas anticipées. Dans ce sens, le suivi des prix des actifs pourrait contribuer à identifier les chocs qui frappent l'économie à un moment donné, y compris les chocs affectant les anticipations quant aux évolutions économiques à venir. Des informations statistiques relatives aux prix des actifs financiers émanant de sources diverses sont analysées lors de l'évaluation des marchés de capitaux. De plus, la BCE collecte elle-même

certaines informations statistiques (cf. encadré 3.5).

Les évolutions de taux de change font également l'objet d'un examen attentif, en raison de leur incidence sur la stabilité des prix. Comme cela a déjà été mentionné à la section 3.2, les fluctuations de change ont un effet direct sur l'évolution des prix en se répercutant sur les prix des importations. Les mouvements de taux de change peuvent également modifier la compétitivité-prix sur les marchés mondiaux des biens produits sur le territoire national, influant ainsi sur les conditions de la demande et, potentiellement, sur les perspectives d'évolution des prix. Si ces effets de taux de change modifient les anticipations et le comportement en matière de fixation des prix et des salaires, il est possible que ce facteur produise des effets de second tour.

L'analyse des évolutions de taux de change

L'analyse économique de la BCE s'est sensiblement étendue et enrichie au fil du temps, pour une large part en raison des progrès réalisés dans le domaine de la production de statistiques financières et relatives à l'économie réelle de la zone euro et dans celui du traitement analytique de ces informations. En outre, un certain nombre de modèles analytiques et empiriques ont été mis au point pour mieux évaluer et mieux comprendre les évolutions passées et en cours, pour accroître la fiabilité des prévisions à court terme et pour étayer les exercices réguliers de projection macroéconomique pour l'économie de la zone euro. À travers le suivi des informations reçues et l'utilisation des outils analytiques disponibles, il est possible de procéder à une évaluation approfondie, constamment actualisée, de la situation économique et des perspectives pour la zone euro.

L'analyse économique s'est enrichie au fil du temps

Les projections macroéconomiques élaborées pour la zone euro...

Dans ce contexte, les exercices de projection macroéconomique pour la zone euro effectués par les services de l'Eurosystème jouent un rôle important dans l'analyse économique. Ces projections, qui sont élaborées sous la responsabilité des services de l'Eurosystème, permettent de structurer et de synthétiser un nombre important de données économiques et assurent la cohérence entre les différentes sources de données économiques. À cet égard, elles contribuent de manière essentielle à affiner l'évaluation des perspectives économiques et des fluctuations à court et à moyen termes de l'inflation autour de sa valeur tendancielle.

... reposent sur des hypothèses techniques, ...

On emploie le terme « projections » pour souligner que les projections publiées résultent d'un scénario reposant sur une série d'hypothèses techniques sous-jacentes, notamment celles de taux d'intérêt à court terme constants. C'est de cette manière que de nombreuses banques centrales élaborent des projections afin d'informer au mieux les responsables de la politique monétaire de ce qui pourrait arriver si les taux directeurs demeuraient inchangés.

Dans cette perspective, il doit être clair que les projections ne constituent pas, en général, le meilleur indicateur des résultats effectivement obtenus, en particulier sur des horizons temporels quelque peu plus éloignés. Elles représentent en fait un scénario qui est peu susceptible de se concrétiser, puisque la politique monétaire s'attachera toujours à remédier aux menaces pesant sur la stabilité des prix. Par conséquent, les projections macroéconomiques en matière d'inflation élaborées par les services de l'Eurosystème ne doivent en aucun

cas être considérées comme remettant en question l'engagement du Conseil des gouverneurs de maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Les agents économiques (c'est-à-dire le gouvernement, les entreprises et les ménages) doivent considérer que la définition quantifiée par la BCE de la stabilité des prix et, en particulier, l'objectif de maintenir l'inflation inférieure à, mais proche de, 2 % représentent la meilleure prédiction des évolutions à moyen et à long termes des prix.

Les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème sont élaborées à l'aide d'un certain nombre d'outils et d'informations. Plusieurs modèles macroéconomiques différents sont disponibles pour l'ensemble de la zone euro ainsi que pour chacun des États membres. Dans une situation d'incertitude quant aux modèles, il est préférable d'en utiliser plusieurs, représentatifs de différentes visions de la structure de l'économie et estimés à l'aide de différentes méthodologies, plutôt que de se fonder sur un cadre unique et global. Les projections découlant de ces modèles sont ajustées à la lumière de l'expertise technique des services de la BCE et des BCN.

Bien qu'elles jouent un rôle utile, les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème ont leurs limites. Premièrement, la projection finale dépend, dans une large mesure, du cadre conceptuel sous-jacent et des techniques utilisées. Un tel cadre constitue une simplification de la réalité et risque, le cas échéant, de ne pas tenir compte des points importants pour la politique monétaire.

Deuxièmement, les projections économiques ne peuvent fournir

... sur des modèles et sur les connaissances techniques des experts

Les projections ont néanmoins certaines limites...

qu'une description résumée de l'économie et ne comportent donc pas toutes les informations pertinentes. En particulier, des informations importantes, comme celles contenues dans les agrégats monétaires, ne s'intègrent pas facilement dans le cadre utilisé pour élaborer les projections, ou bien l'information peut changer après la finalisation des projections.

Troisièmement, les opinions des experts sont inévitablement incorporées dans les projections et il peut exister de bonnes raisons d'être en désaccord avec certaines d'entre elles. Quatrièmement, les projections reposent toujours sur des hypothèses spécifiques, comme celles concernant les cours du pétrole ou les taux de change, qui peuvent être contestées ou évoluer rapidement, ce qui rend les projections obsolètes.

Une autre considération tient au fait que le degré de fiabilité des prévisions a tendance à diminuer sensiblement à mesure que l'horizon de prévision s'éloigne. Dans certains cas, en particulier face aux incertitudes quant au caractère plus ou moins durable des variations de prix des actifs, il serait sans doute souhaitable pour une banque centrale de fixer les taux d'intérêt en fonction de ces évolutions qui pourraient, sinon, exercer une incidence sur la stabilité des prix bien au-delà des horizons de prévision conventionnels.

Enfin, compte tenu des hypothèses qui sous-tendent généralement les modèles utilisés pour les prévisions, une banque centrale a tout intérêt à évaluer et à comparer la solidité des informations provenant de différentes sources. Afin de pouvoir évaluer de manière exhaustive la situation économique et les perspectives de stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs doit recevoir

des informations reposant sur diverses techniques et des simulations fondées sur différents modèles et il doit faire preuve de discernement notamment en ce qui concerne la probabilité de réalisation de certains scénarios. Le recours à des projections doit dès lors toujours s'accompagner d'une analyse bien articulée et reposant sur une large gamme d'indicateurs des facteurs économiques à l'œuvre dans l'économie.

Pour toutes ces raisons, les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème jouent un rôle important, mais non déterminant, dans la stratégie de politique monétaire de la BCE. Le Conseil des gouverneurs les évalue en même temps qu'un très grand nombre d'autres éléments d'information et formes d'analyse disponibles dans le cadre des deux piliers de la stratégie, parmi lesquels l'analyse monétaire et des analyses des cours financiers, des indicateurs spécifiques et les prévisions d'autres institutions. Le Conseil des gouverneurs n'assume pas la responsabilité des projections, pas plus qu'il n'a recours aux seules projections des services de l'Eurosystème pour organiser et communiquer son évaluation.

L'analyse monétaire

La BCE confère un rôle particulier à la monnaie au sein de la gamme des indicateurs-clés qu'elle a retenus pour en faire l'objet d'un suivi et d'une analyse approfondis. Cette décision est fondée sur la reconnaissance de l'existence d'un lien étroit à moyen et à long termes entre la croissance monétaire et l'inflation (l'encadré 3.6 résume les résultats de certaines études consacrées à cette question). Ce lien largement accepté donne à la politique monétaire un point d'ancrage nominal solide et fiable au-delà des horizons

Dans l'ensemble, les projections jouent un rôle important, mais non déterminant

La monnaie fournit un point d'ancrage nominal

... qui traduisent la nécessité de recourir à diverses sources et techniques

Encadré 3.6 La monnaie et les prix à long terme

La relation à moyen et à long termes entre la monnaie et l'inflation dans la zone euro a fait l'objet d'un certain nombre d'études (cf. bibliographie) qui abordent la question selon plusieurs angles et recourent à différentes techniques empiriques.

Un premier groupe d'études considère la relation entre la monnaie et l'inflation à diverses fréquences. S'appuyant sur plusieurs méthodologies statistiques et techniques de filtrage, elles ont généralement montré que les mouvements à long terme de la monnaie sont très étroitement liés aux tendances à plus long terme des prix.

Une deuxième série de travaux s'est concentrée sur la question de savoir si la monnaie peut contribuer à prédire les prix (c'est-à-dire si la monnaie a des propriétés d'indicateur avancé). Sur la base de plusieurs techniques de prévision, certains indices convaincants donnent à penser que la croissance des agrégats monétaires larges peut aider à prévoir l'évolution de l'inflation, en particulier à des horizons supérieurs à deux ans. En outre, divers indicateurs monétaires peuvent fournir indirectement des informations sur les risques pesant sur la stabilité des prix à travers leur incidence sur des variables économiques autres que les prix, qui peuvent, à leur tour, influencer le processus de formation des prix. À titre d'exemple, les agrégats monétaires étroits possèdent des propriétés d'indicateur avancé pour les conditions de la demande et, par conséquent, pour les évolutions conjoncturelles. De plus, un taux de croissance de la monnaie et du crédit supérieur à celui qui est nécessaire pour soutenir un rythme de croissance économique non inflationniste peut, dans certaines conditions, signaler l'apparition de déséquilibres financiers ou de bulles spéculatives. À un stade précoce, de telles informations peuvent être l'indice de l'accumulation de facteurs déstabilisateurs ayant des effets défavorables sur l'activité et, à moyen terme, sur les prix.

Enfin, un troisième ensemble d'études a tenté d'expliquer le comportement de la monnaie en le mettant en relation avec un certain nombre de variables économiques fondamentales telles que le PIB réel (comme mesure des transactions) ainsi qu'avec plusieurs taux d'intérêt (comme mesures du coût d'opportunité lié à la détention de monnaie). Même si ce type de modèle peut généralement servir à préciser le signe et quantifier l'ampleur de l'effet des déterminants susmentionnés sur les avoirs monétaires, il permet également souvent d'opérer une distinction entre les forces dynamiques et les équilibres à plus long terme. C'est la raison pour laquelle il convient particulièrement bien pour examiner la nature et l'effet de chocs sur les avoirs monétaires.

Considérés dans leur ensemble, les résultats généralement favorables de ces différentes voies de recherche peuvent être considérés comme une confirmation de l'existence d'une relation stable entre les encaisses monétaires nominales et les prix à moyen et à long termes dans la zone euro.

adoptés conventionnellement pour l'élaboration des prévisions d'inflation. Ainsi, assigner un rôle de premier plan à la monnaie dans le cadre de la stratégie permet également de conforter son

orientation à moyen terme. En effet, la prise de décisions et l'évaluation de leurs conséquences sur la base non seulement des indications à court terme fournies par l'analyse de la situation

économique et financière, mais également à partir de considérations relatives à la monnaie et à la liquidité, permettent à une banque centrale d'avoir une stratégie allant au-delà des effets passagers des divers chocs et de ne pas être tentée d'adopter une orientation trop activiste.

La valeur de référence de la croissance monétaire

Pour manifester son attachement à des analyses monétaires et pour fournir une référence en matière d'évaluation des évolutions économiques, la BCE a annoncé une valeur de référence pour l'agrégat monétaire large M3. Celle-ci correspond au rythme annuel de croissance de cet agrégat qui est considéré comme compatible avec la stabilité des prix à moyen terme (l'encadré 3.7 explique comment la valeur de référence est calculée).

La valeur de référence représente dès lors un point de repère « naturel » pour l'analyse des informations que contiennent les évolutions monétaires survenant au sein de la zone euro. Elle rappelle constamment à la banque centrale le principe fondamental selon lequel, tout en réagissant aux évolutions économiques, elle ne doit jamais perdre de vue le fait que, sur un horizon suffisamment long, le taux de croissance monétaire doit être compatible avec l'objectif de stabilité des prix. En raison du caractère à moyen et à long termes de la perspective monétaire, il n'y a toutefois pas de lien direct entre les évolutions monétaires à court terme et les décisions de politique monétaire. La politique monétaire ne réagit dès lors pas de façon mécanique aux écarts de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence.

L'analyse des facteurs spécifiques

L'une des raisons en est que les évolutions monétaires peuvent parfois

également être influencées par des facteurs « particuliers » liés à des changements réglementaires tels que les modifications de l'imposition des revenus d'intérêts ou des plus-values. Ces facteurs peuvent entraîner des modifications de comportement en matière de détention de monnaie, dans la mesure où les particuliers et les entreprises réagissent au caractère plus ou moins attractif des dépôts bancaires, inclus dans la définition de la monnaie, par rapport aux autres instruments financiers. Toutefois, les évolutions monétaires provoquées par ces facteurs spécifiques risquent de ne pas fournir beaucoup d'informations sur les perspectives de stabilité des prix. Par conséquent, l'analyse monétaire de la BCE tente de mettre l'accent sur les tendances monétaires sous-jacentes en incluant une évaluation détaillée des facteurs spécifiques et autres chocs influençant la demande de monnaie.

Comme mentionné précédemment, l'analyse des évolutions monétaires s'étend au-delà de l'évaluation de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence. À cet égard, elle s'appuie sur l'expertise de la BCE dans le domaine des caractéristiques institutionnelles du secteur financier et monétaire. Dans le cadre du suivi régulier des conditions monétaires dans la zone euro, la BCE utilise un ensemble de modèles simplifiés de demande de monnaie et d'indicateurs monétaires mis au point et publiés par les experts de la BCE et des universitaires.

Une évaluation exhaustive des conditions de liquidité et de crédit

L'analyse monétaire consiste en une évaluation approfondie de la situation de liquidité reposant sur les informations liées au contexte bilanciel de la croissance de M3 (c'est-à-dire les contreparties de M3 dans le bilan

Encadré 3.7 La valeur de référence de la BCE pour la croissance monétaire

Le rôle de premier plan assigné à la monnaie dans la stratégie de la BCE apparaît clairement dans l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat large M3. Le choix de M3 repose sur des indices, attestés par plusieurs études empiriques, selon lesquels cet agrégat possède toutes les propriétés souhaitées : en particulier, il présente une relation stable avec la demande de monnaie et des propriétés d'indicateur avancé de l'évolution des prix dans la zone euro. La valeur de référence pour la croissance de M3 a été calculée pour être compatible avec le maintien de la stabilité des prix. Des écarts importants ou persistants de la croissance monétaire par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques pour la stabilité des prix à moyen terme.

Le calcul de la valeur de référence se fonde sur la relation entre (les variations de) la croissance monétaire (ΔM), de l'inflation (ΔP), du PIB en volume (ΔYR) et de la vitesse de circulation de la monnaie (ΔV). En vertu de cette identité, connue sous l'appellation de « formule quantitative », la variation de l'encours monétaire, dans une économie, est égale à la variation des transactions nominales (dont une approximation est donnée par la variation du PIB en volume plus la variation du niveau des prix) moins la variation de la vitesse de circulation de la monnaie. Cette dernière variable peut être définie comme la vitesse à laquelle la monnaie circule entre les différents détenteurs et détermine donc la quantité de monnaie nécessaire pour assurer un niveau donné de transactions nominales.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Le calcul de la valeur de référence repose sur la définition de la stabilité des prix comme une hausse de l'IPCH de la zone euro inférieure à 2 % par an. De plus, il repose sur des hypothèses à moyen terme concernant la croissance potentielle du PIB et l'évolution tendancielle de la vitesse de circulation de M3. En 1998, une hypothèse de 2-2,5 % par an a été retenue pour la tendance à moyen terme de la croissance potentielle du PIB en volume dans la zone euro, résultant des estimations d'organisations internationales et de la BCE. Plusieurs méthodes ont été utilisées pour estimer la vitesse de circulation de la monnaie, prenant en compte des tendances simples (univariées) ainsi que des informations provenant de modèles plus complexes de demande de monnaie. Globalement, les résultats de ces méthodes indiquent un ralentissement de la vitesse de circulation de M3 dans une fourchette de 0,5 %-1 % par an. Sur la base de ces hypothèses, en décembre 1998, le Conseil des gouverneurs a fixé la valeur de référence de la BCE à 4,5 % par an. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé d'analyser les évolutions liées à la valeur de référence sur la base d'une moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de l'agrégat monétaire large. Cette approche vise à aplanir les fluctuations mensuelles, qui peuvent être assez volatiles.

Au cours de la période comprise entre 1999 et 2002, le Conseil des gouverneurs a réexaminé à la fin de chaque année les hypothèses relatives à la tendance à moyen terme de la croissance potentielle de la production et de la vitesse de circulation de M3, sur lesquelles se fonde le calcul de la valeur de référence de M3 à la fin de chaque année. Comme aucun élément décisif n'a indiqué de changement significatif concernant les hypothèses sous-jacentes, la valeur de référence a été maintenue inchangée durant cette période. En mai 2003, le Conseil des gouverneurs a décidé de ne plus procéder au réexamen annuel de la valeur de référence

pour M3, car l'expérience a montré que les hypothèses sous-jacentes relatives à la tendance à moyen terme ne sont pas appelées à changer fréquemment.

Parallèlement, le Conseil des gouverneurs a précisé qu'il continuerait de contrôler la validité des conditions et des hypothèses sur lesquelles s'appuie la valeur de référence et qu'il ferait connaître, le cas échéant, les changements apportés aux hypothèses sous-jacentes.

consolidé du secteur des IFM, en particulier les prêts au secteur privé), ainsi que sur la composition de la croissance de M3 (c'est-à-dire les composantes). Une analyse aussi détaillée des contreparties et de la structure de la croissance de M3 permet d'extraire tout signal émis par les évolutions monétaires pertinent pour l'identification de la tendance à long terme de l'inflation. À cet égard, l'évolution des composantes les plus liquides de M3, notamment M1, fait l'objet d'une attention particulière dans la mesure où elle reflète plus étroitement les motifs de transaction à l'origine de la demande de monnaie et est de ce fait peut-être le plus corrélée à la dépense globale.

Parallèlement, une compréhension approfondie de l'interdépendance existant entre M3 et ses contreparties permet de déterminer si l'évolution observée de la croissance monétaire est imputable aux « réaménagements de portefeuille » et si ceux-ci ont ou non des implications pour l'évolution des prix.

Enfin, un taux de croissance de la monnaie et du crédit supérieur à celui qui est nécessaire pour soutenir un rythme de croissance économique non inflationniste peut, dans certaines conditions, fournir des informations préliminaires — parallèlement aux indicateurs plus habituels — sur le développement de l'instabilité financière. Ces informations sont

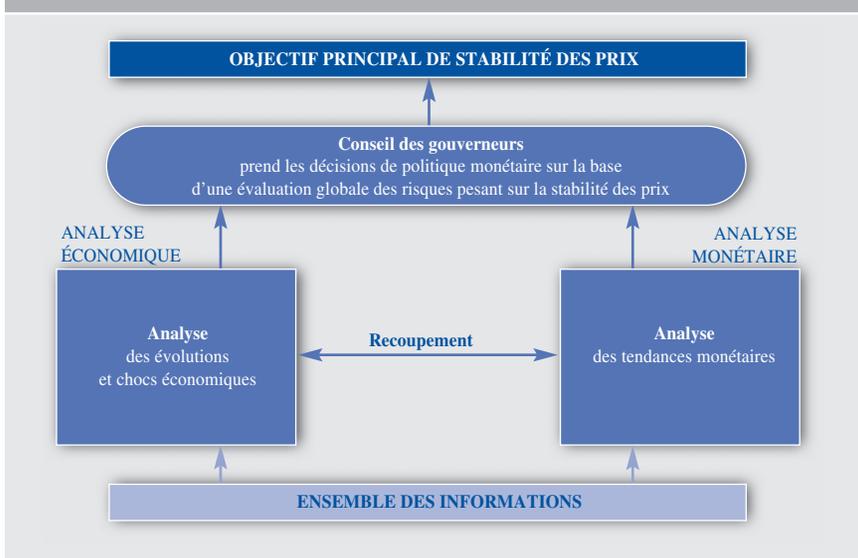
importantes pour la politique monétaire car l'apparition de déséquilibres financiers ou de bulles spéculatives pourrait déstabiliser l'activité et, finalement, les prix à moyen terme.

Le recouplement des informations émanant des deux piliers

En ce qui concerne les décisions du Conseil des gouverneurs portant sur l'orientation appropriée de la politique monétaire, l'approche fondée sur deux piliers prévoit un recouplement des indications tirées de l'analyse économique à court terme avec celles de l'analyse monétaire à long terme. Comme il a été expliqué plus en détail précédemment, ce recouplement permet à la politique monétaire de ne pas négliger des informations importantes pour évaluer la tendance ultérieure des prix. Toutes les complémentarités existant entre les deux piliers sont exploitées, car cette approche contribue de manière optimale à une utilisation cohérente et efficace de l'ensemble des informations importantes quant à l'évaluation des perspectives d'évolution des prix, facilitant à la fois le processus de décision et la communication externe (cf. graphique 3.2). Cette approche réduit le risque d'erreurs de politique monétaire dues à une dépendance excessive d'un indicateur, prévision ou modèle unique. Par une approche diversifiée de l'interprétation des conditions économiques, la stratégie de la BCE vise à adopter une politique

**Le
recouplement
des deux
analyses**

Graphique 3.2 La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de la BCE



monétaire robuste au sein d'un environnement incertain.

3.6 LA RESPONSABILITÉ, LA TRANSPARENCE ET LA COMMUNICATION

L'indépendance, la responsabilité et la transparence de la banque centrale

Comme cela a été expliqué au chapitre 1, il est légitime de confier la mission de maintien de la stabilité des prix à une banque centrale indépendante, qui ne soit soumise à aucune pression politique éventuelle. Parallèlement, dans une société démocratique, l'indépendance de la banque centrale doit être contrebalancée par la responsabilité vis-à-vis du public et de ses représentants élus. On peut définir la responsabilité comme l'obligation juridique et politique pour une banque centrale indépendante de dûment justifier et expliquer ses décisions aux citoyens et à leurs représentants élus, ce qui rend la banque responsable de la réalisation de ses objectifs. La responsabilité est un élément

essentiel de la légitimité démocratique. La légitimité démocratique d'une délégation de la politique monétaire à une banque centrale indépendante repose sur un mandat clairement défini ; en outre, la priorité absolue accordée au maintien de la stabilité des prix permet au public de tenir la banque centrale indépendante plus facilement pour responsable. En ce sens, le principe de responsabilité contraint la banque centrale à remplir ses missions du mieux possible.

Les canaux appropriés pour garantir la responsabilité d'une banque centrale dépendent du cadre institutionnel et du mandat de la banque centrale. Institution créée en vertu du Traité et agissant dans les limites des pouvoirs qui lui ont été conférés, la BCE a pour mission statutaire de maintenir la stabilité des prix et d'assurer les autres fonctions de banque centrale pour la zone euro dans son ensemble. En conséquence, la BCE est responsable avant tout vis-à-vis des citoyens de l'Union européenne, qui ont donné au Traité sa légitimité, et, plus formellement, vis-à-vis du Parlement

La BCE est responsable vis-à-vis des citoyens de l'Union européenne

L'indépendance et la responsabilité

européen, qui est la seule institution européenne dont les membres sont directement élus par les citoyens de l'Union.

Les relations de la BCE avec le Parlement européen

Les relations de la BCE et du Parlement européen en la matière sont définies par le Traité et respectent pleinement le statut d'indépendance de l'Eurosystème. Le Traité impose à la BCE un certain nombre d'obligations en matière d'information (par exemple, la présentation d'un Rapport annuel au Parlement européen, à la Commission et au Conseil de l'UE) et établit un calendrier d'auditions régulières devant le Parlement européen au titre du principe de responsabilité (cf. chapitre 1).

La transparence

Le concept de transparence d'une banque centrale est étroitement lié à celui de responsabilité, bien qu'il en soit distinct. La transparence peut être définie comme un environnement dans lequel la banque centrale fournit au grand public et aux marchés, ouvertement, clairement et en temps voulu, toutes les informations utiles concernant sa stratégie, ses analyses, ses décisions de politique monétaire ainsi que ses procédures. Aujourd'hui, la plupart des banques centrales, y compris la BCE, considèrent la transparence comme une composante essentielle de leur cadre de politique monétaire, soulignant l'importance d'une communication efficace et d'une bonne interaction avec le public. Enfin, tous les efforts visant à renforcer la transparence poursuivent l'objectif d'une meilleure compréhension de la politique monétaire par le public, afin de la rendre plus crédible et plus efficace.

Comment rendre une banque centrale transparente ?

À cet égard, la transparence suppose, en tout premier lieu, que la banque centrale expose clairement son interprétation du mandat qui lui a été

confié et se montre disposée à communiquer sur ses objectifs de politique monétaire. Cette attitude aide le public à suivre et à évaluer les résultats de la banque centrale. La banque centrale doit en outre expliquer le cadre analytique de son processus interne de décision ainsi que son évaluation de la situation de l'économie, de même qu'elle doit fréquemment fournir la justification économique de ses décisions de politique monétaire. À cet égard, la transparence peut être améliorée par le recours à une approche systématique en matière de processus interne de prise de décision comme de communication externe avec le public, notamment par le biais d'une stratégie de politique monétaire annoncée publiquement.

S'agissant de la transparence, la principale préoccupation de la banque doit être l'efficacité de la politique monétaire à remplir ses objectifs statutaires. La transparence peut rendre la politique monétaire plus efficace pour plusieurs raisons.

D'abord, en étant claire au sujet de son mandat et de la façon dont elle le remplit, une banque centrale renforce sa crédibilité. Lorsqu'une banque centrale est considérée comme capable et soucieuse de remplir sa mission, les anticipations de prix sont solidement ancrées. À cet égard, il est particulièrement utile que la banque centrale communique fréquemment quant à son évaluation de la situation économique. De plus, il convient que les banques centrales se montrent ouvertes et réalistes sur ce que peut faire la politique monétaire et, ce qui est encore plus important, sur ce qu'elle ne peut pas faire (cf. section 3.1).

La transparence rend la politique monétaire plus efficace...

... car elle renforce sa crédibilité, ...

... elle exige de l'autodiscipline de la part des responsables de la politique monétaire...

Ensuite, un engagement fort en faveur de la transparence exige de l'autodiscipline de la part des responsables de la politique monétaire, ce qui contribue à garantir une cohérence de leurs décisions et des explications fournies au fil du temps. En facilitant le contrôle exercé par le public sur les décisions de politique monétaire, on renforce l'incitation des instances de décision concernées à remplir leur mandat de manière appropriée.

... et elle fournit des éléments d'orientation aux marchés

Enfin, en annonçant publiquement sa stratégie de politique monétaire et en communiquant le résultat de l'examen régulier des évolutions économiques, la banque centrale fournit des éléments d'orientation aux marchés, qui peuvent ainsi élaborer des anticipations plus efficaces et plus précises. En rendant les décisions monétaires plus prévisibles, la transparence aide les marchés à comprendre le mode de réponse systématique de la politique monétaire aux évolutions économiques et aux chocs, et à anticiper ainsi l'orientation globale de la politique monétaire à moyen terme.

Cette prévisibilité est importante pour la conduite de la politique monétaire : même si les banques centrales ne contrôlent directement que les taux d'intérêt à très court terme, l'anticipation de la trajectoire de ces taux au cours du temps et les primes liées à l'incertitude jouent également un rôle dans la transmission de la politique monétaire à l'économie. Si les agents économiques parviennent à anticiper largement les actions des autorités, cela permet une intégration rapide de toute modification (attendue) de la politique monétaire dans les variables financières, ce qui peut à son tour raccourcir le processus par lequel la politique monétaire se répercute sur

les décisions d'investissement et de consommation et accélérer les ajustements économiques nécessaires, renforçant ainsi potentiellement l'efficacité de la politique monétaire.

Le rôle de la communication de la stratégie de politique monétaire

Afin d'améliorer la compréhension de la politique monétaire, les principaux aspects du processus d'élaboration de celle-ci doivent être rendus compréhensibles pour le grand public. Il est cependant difficile, dans la pratique, de communiquer au public de manière totalement exhaustive et intelligible l'ensemble des éléments et aspects de ce processus interne de décision tout en veillant à ce que ces informations soient bien comprises.

Dès lors, la présentation de la politique monétaire au public implique divers choix. La transparence signifie davantage qu'une simple publication d'informations. Elle implique également de structurer ces informations pour que le public puisse les comprendre.

Cela étant, outre les efforts pour délivrer un message clair, il demeure nécessaire d'expliquer la nature exacte des décisions de politique monétaire. Toute communication doit refléter le fait que la politique monétaire s'exerce dans un environnement complexe, incertain et en constante évolution. La communication externe de la BCE en matière de stratégie de politique monétaire s'attache à traduire fidèlement ce contexte. La présentation au public de la stratégie de la BCE est peut-être relativement complexe par rapport à d'autres stratégies (comme la définition d'un objectif monétaire ou d'une cible d'inflation, cf. encadré 3.2), mais elle reflète néanmoins de manière

La présentation de la politique monétaire au public...

... doit tenir compte de la complexité du processus d'élaboration de la politique monétaire...

... et être cohérente avec le processus interne de décision

réaliste l'approche diversifiée que la BCE a adoptée pour son processus interne de décision.

Pour communiquer efficacement, la banque centrale doit également s'adresser à plusieurs publics au travers

de plusieurs canaux. À cette fin, dans le cadre de ses activités de communication, la BCE est allée au-delà des exigences officielles requises par le Traité en adoptant des moyens supplémentaires de garantir sa responsabilité et sa transparence (cf. encadré 3.8).

Encadré 3.8 Les principaux canaux de communication de la BCE

Les conférences de presse tenues par le président et le vice-président à l'issue de la première réunion du Conseil des gouverneurs de chaque mois ainsi que le *Bulletin mensuel* sont deux des canaux de communication les plus importants de la BCE. La déclaration introductive du président à la conférence de presse fournit un résumé régulier et complet de l'évaluation des évolutions économiques qui entrent en ligne de compte dans la prise de décision. Cette déclaration, dont le texte est validé par le Conseil des gouverneurs, suit les grandes lignes de la stratégie de politique monétaire de la BCE. La conférence de presse mensuelle comporte une séance de questions-réponses, à laquelle assistent divers représentants des médias de la zone euro et d'autres pays et qui fournit une plate-forme présentant au public dans les meilleurs délais et de façon impartiale les décisions de politique monétaire. La transcription des conférences de presse est publiée sur le site internet de la BCE à peine quelques heures plus tard. La conférence de presse constitue dès lors un moyen efficace de présenter et d'expliquer, en temps opportun, les débats qui ont lieu au sein du Conseil des gouverneurs et donc le processus de décision en matière de politique monétaire.

Le *Bulletin mensuel* fournit au grand public et aux marchés financiers une analyse détaillée et complète de l'environnement économique. Il est généralement publié une semaine après la réunion du Conseil des gouverneurs et il présente les informations dont disposait le Conseil des gouverneurs lorsqu'il a pris ses décisions de politique monétaire. Le *Bulletin mensuel* inclut également des articles qui apportent des informations sur les évolutions à long terme, abordent des questions générales ou donnent un aperçu des outils analytiques auxquels l'Eurosystème a recours dans le cadre de la stratégie de politique monétaire.

En outre, le président de la BCE rend compte, quatre fois par an, à la Commission économique et monétaire du Parlement européen. Le président explique les décisions de politique monétaire de la BCE et répond ensuite aux questions posées par les membres de la Commission. Les réunions de la Commission sont publiques et la retranscription des auditions du président de la BCE est ensuite publiée sur les sites internet du Parlement européen et de la BCE. D'autres membres du Directoire de la BCE sont également entendus par cette Commission.

Les membres du Conseil des gouverneurs assurent un grand nombre d'engagements publics. Les discours du président et des autres membres du Directoire et du Conseil des gouverneurs sont d'importants outils permettant d'expliquer les points de vue de la BCE au public. Les entretiens accordés par les membres du Conseil des gouverneurs constituent un autre moyen important de toucher les groupes cibles internationaux et locaux. La BCE reçoit également un grand nombre de visites du grand public ainsi que des experts

d'institutions diverses. Elle est engagée dans un dialogue ouvert avec le monde universitaire. Les résultats des travaux de recherches de nature technique et d'études d'intérêt général liées à la prise de décision en matière de politique monétaire sont publiés par les experts dans les documents de travail de la BCE et dans la série des études concernant des sujets spécifiques.

Enfin, la transparence de la politique monétaire nécessite également que les données statistiques collectées par la banque centrale soient publiées, une fois qu'elle s'est assurée de leur fiabilité, dans leur intégralité et en temps utile. Avec l'aide des BCN, la BCE collecte des statistiques monétaires, bancaires, de balance des paiements et de position extérieure et confectionne les statistiques de comptes financiers couvrant la zone euro (cf. encadré 3.5). La publication, en temps utile, de ces données permet à la BCE de faire part au public des informations qu'elle détient sur les évolutions économiques dans la zone euro et facilite ainsi la communication relative aux décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs.

L'Eurosystème devant communiquer dans un environnement multiculturel et multilingue, les BCN sont des acteurs essentiels de la politique de communication. Elles entretiennent des relations étroites avec les populations nationales et régionales et traduisent les messages relatifs à la politique monétaire dans les différentes langues en les adaptant au contexte national.

4 LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Ce chapitre explique les modalités de mise en œuvre des décisions de politique monétaire à l'aide des instruments de politique monétaire disponibles. La première section offre une vue d'ensemble des objectifs et des principes régissant le fonctionnement du cadre opérationnel de l'Eurosystème. La deuxième décrit brièvement les principaux instruments de politique monétaire (opérations d'*open market*, facilités permanentes et système des réserves obligatoires), tandis que les suivantes les examinent plus en détail et présentent l'interaction entre les instruments de politique monétaire et les besoins de liquidité des banques dans le cadre du bilan d'une banque centrale. La dernière section fournit une rapide évaluation de l'efficacité du cadre opérationnel au cours des quatre années et demie qui se sont écoulées depuis la mise en œuvre de la politique monétaire unique.

4.1 LES PRINCIPES GÉNÉRAUX ET LES OBJECTIFS À L'ORIGINE DE LA DÉFINITION DU CADRE OPÉRATIONNEL

Le marché monétaire et la transmission de la politique monétaire

Les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire jouent un rôle important, qui a été examiné au chapitre 3, dans la transmission de la politique monétaire. Celle-ci exerce une influence significative sur les taux d'intérêt nominaux à court terme du marché monétaire. Par le biais de la fixation des taux d'intérêt, la politique monétaire influence l'économie et, en fin de compte, le niveau des prix, de différentes manières.

Le cadre opérationnel ...

Pour atteindre son objectif principal, l'Eurosystème dispose d'un ensemble d'instruments et de procédures de politique monétaire qui constitue le cadre opérationnel utilisé pour mettre en œuvre la politique monétaire unique.

... et la stratégie de politique monétaire

Dans cette mise en œuvre, le cadre opérationnel et la stratégie de politique monétaire ont chacun un rôle spécifique. La stratégie détermine le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire nécessaire au maintien de la

stabilité des prix à moyen terme, tandis que le cadre opérationnel détermine le moyen de parvenir à ce niveau de taux à l'aide des instruments de politique monétaire disponibles.

Une banque centrale pilote les taux à court terme du marché monétaire en signalant l'orientation de sa politique monétaire et en gérant la liquidité sur ce marché. La banque centrale, en tant qu'émetteur unique de billets et de réserves de banque, détient le monopole de la fourniture de base monétaire. La base monétaire de la zone euro est constituée par la monnaie fiduciaire (billets et pièces en circulation), les réserves des contreparties auprès de l'Eurosystème et les recours à la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Ces rubriques figurent au passif du bilan de l'Eurosystème. Les réserves peuvent être ventilées entre les réserves obligatoires et les excédents de réserves. Dans le système des réserves obligatoires de l'Eurosystème, les contreparties sont tenues de constituer des réserves auprès des BCN (cf. section 4.3). Outre ces réserves obligatoires, les

Les fonctions du cadre opérationnel comprennent le pilotage des taux d'intérêt et la gestion de la liquidité ...

établissements de crédit ne détiennent généralement qu'un faible montant de réserves volontairement excédentaires auprès de l'Eurosystème.

... l'indication de l'orientation de la politique monétaire...

En vertu de ce monopole, la banque centrale est à même de gérer la liquidité sur le marché monétaire et d'influer sur les taux d'intérêt de ce marché. En plus d'assurer le pilotage des taux d'intérêt en gérant la liquidité, la banque centrale peut également signaler au marché monétaire l'orientation de sa politique monétaire. Cette indication se fait habituellement en modifiant les conditions auxquelles elle souhaite traiter avec les établissements de crédit.

... et la garantie du bon fonctionnement du marché monétaire

Dans ses opérations, la banque centrale a également pour objectif de veiller au bon fonctionnement du marché monétaire et d'aider les établissements de crédit à satisfaire leurs besoins de liquidité sans difficulté. Pour ce faire, elle offre régulièrement aux établissements de crédit à la fois des possibilités de refinancement et des facilités leur permettant de traiter les soldes de fin de journée et d'amortir des variations temporaires de la liquidité.

Les principes directeurs du cadre opérationnel sont ceux d'une économie de marché ouverte...

Le cadre opérationnel de l'Eurosystème repose sur les principes établis dans le traité instituant l'Union européenne. L'article 105 du Traité stipule que, dans la poursuite de ses objectifs, l'Eurosystème « (...) agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte, où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources (...) ».

... l'efficacité opérationnelle...

Outre les principes définis dans le Traité, le cadre opérationnel vise à se conformer à plusieurs principes directeurs. Le plus important est le

principe d'efficacité opérationnelle, qui prévaut sur tous les autres. L'efficacité opérationnelle peut être définie comme l'aptitude du cadre opérationnel à permettre aux décisions de politique monétaire de se répercuter aussi précisément et aussi rapidement que possible sur les taux à court terme du marché monétaire. Ces derniers influencent à leur tour le niveau des prix par le biais du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

La nécessité de garantir l'égalité de traitement des institutions financières et l'harmonisation des règles et des procédures dans l'ensemble de la zone euro font également partie des grands principes du cadre opérationnel. Les établissements de crédit doivent bénéficier d'une égalité de traitement, indépendamment de leur taille et de leur localisation dans la zone euro. L'harmonisation des règles et des procédures contribue à garantir cette égalité en s'attachant à offrir des conditions identiques à l'ensemble des établissements de crédit de la zone euro dans le cadre de leurs opérations avec l'Eurosystème.

... l'égalité de traitement des institutions financières et l'harmonisation des règles et des procédures...

La décentralisation de la mise en œuvre de la politique monétaire est un principe propre à l'Eurosystème. Selon ce principe, les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème sont normalement mises en œuvre par l'intermédiaire des BCN, ce qui signifie que la BCE coordonne les opérations, celles-ci étant réalisées par les BCN.

... la décentralisation de la mise en œuvre...

En outre, le cadre opérationnel doit appliquer les principes de simplicité, de transparence, de continuité, de sécurité et d'efficacité en termes de coûts. La simplicité et la transparence garantissent une bonne compréhension des raisons motivant les opérations de

... de même que la simplicité, la transparence, la continuité, la sécurité et l'efficacité en termes de coûts

politique monétaire. Le principe de continuité vise à éviter des modifications importantes des instruments et des procédures afin que les banques centrales et leurs contreparties puissent s'appuyer sur leur expérience lorsqu'elles participent à des opérations de politique monétaire. Le principe de sécurité exige que les risques opérationnels et financiers encourus par l'Eurosystème soient réduits au minimum, tandis que celui d'efficacité en termes de coûts implique le maintien à un faible niveau des coûts induits par le fonctionnement

du cadre opérationnel, tant pour l'Eurosystème que pour ses contreparties.

4.2 VUE D'ENSEMBLE DU CADRE OPÉRATIONNEL DE L'EUROSYSTÈME

Le cadre opérationnel de l'Eurosystème est décrit de façon détaillée dans la publication de la BCE intitulée *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*.

Opérations de politique monétaire	Types d'opérations ¹⁾		Durée	Fréquence
	Apport de liquidité	Retrait de liquidité		
Opérations d'open market				
Opérations principales de refinancement	• Opérations de cession temporaire	–	• Une semaine ²⁾	• Hebdomadaire
Opérations de refinancement à plus long terme	• Opérations de cession temporaire	–	• Trois mois	• Mensuelle
Opérations de réglage fin	• Opérations de cession temporaire • Swaps de change • Achats ferme	• Swaps de change • Reprises de liquidité en blanc • Opérations de cession temporaire • Ventes ferme	• Non standardisée	• Non régulière
Opérations structurelles	• Opérations de cession temporaire • Achats ferme	• Émission de certificats de dette • Ventes ferme	• Standardisée/ non standardisée –	• Régulière et non régulière • Non régulière
Facilités permanentes				
Facilité de prêt marginal	• Opérations de cession temporaire	–	• 24 heures	• Accès à la discrétion des contreparties
Facilité de dépôt	–	• Dépôts	• 24 heures	• Accès à la discrétion des contreparties

1) Cf. encadré 4.3 pour une description des différents types d'opérations d'open market

2) À compter du 10 mars 2004. Avant cette date, la durée de ces opérations était de deux semaines (cf. encadré 4.2).

Les opérations d'open market

Le tableau 4.1 présente une vue d'ensemble des principales caractéristiques des deux types d'opérations dont dispose l'Eurosystème pour la conduite de la politique monétaire unique : les opérations d'*open market* et les facilités permanentes. Les opérations d'*open market* constituent la catégorie principale. Ce terme désigne les opérations exécutées à l'initiative de la banque centrale, en général sur le marché monétaire. Le « marché monétaire », décrit dans la section 2.5, fait référence au marché sur lequel se traitent des opérations généralement assorties d'une échéance inférieure à un an. Les opérations d'*open market* jouent un rôle de premier plan dans le pilotage des taux d'intérêt, l'indication de l'orientation de la politique monétaire et la gestion de la liquidité sur le marché monétaire.

Les opérations principales de refinancement

Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'*open market* les plus importantes et constituent l'instrument essentiel de la politique monétaire de l'Eurosystème. Par le biais de ces opérations, l'Eurosystème prête des fonds à ses contreparties. Les prêts sont toujours consentis en échange de garanties, afin de protéger l'Eurosystème contre les risques financiers. L'encadré 4.1 présente des éléments d'information sur les contreparties aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et sur les garanties exigées pour les opérations d'apport de liquidité.

Les opérations de cession temporaire

Les prêts par le biais des opérations d'*open market* s'effectuent habituellement sous la forme d'opérations de cession temporaire. Il s'agit d'opérations par lesquelles la banque centrale achète des actifs dans le cadre d'un accord de pension ou

accorde un prêt contre des actifs admis en garantie (cf. encadré 4.3). Les opérations de cession temporaire sont, par conséquent, des opérations d'*open market* temporaires permettant un refinancement uniquement pour une durée limitée, déterminée à l'avance.

Afin de contrôler les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire et, plus particulièrement, de limiter leur volatilité, l'Eurosystème propose également deux facilités permanentes à ses contreparties : la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt. Ces deux facilités sont assorties d'une échéance de 24 heures et sont à la disposition des contreparties, qui peuvent y recourir à leur propre initiative. Le taux d'intérêt appliqué à la facilité de prêt marginal est habituellement nettement supérieur au taux correspondant du marché monétaire et le taux d'intérêt appliqué à la facilité de dépôt habituellement nettement inférieur à celui du marché. En conséquence, les établissements de crédit n'utilisent généralement les facilités permanentes que s'il n'existe pas de solutions alternatives. Dans la mesure où l'accès à ces facilités n'est pas limité (mises à part les exigences en matière de garanties pour la facilité de prêt marginal), leurs taux d'intérêt constituent normalement un plafond et un plancher pour le taux du marché au jour le jour. Ces instruments sont examinés plus en détail à la section 4.5.

En fixant les taux des facilités permanentes, le Conseil des gouverneurs détermine le corridor à l'intérieur duquel les taux d'intérêt au jour le jour peuvent fluctuer. Le graphique 4.1, qui présente l'évolution des taux directeurs de la BCE depuis janvier 1999, montre également que les taux d'intérêt des

Les facilités permanentes

Le corridor de fluctuation des taux d'intérêt des facilités permanentes

Encadré 4.1 | Les contreparties et les garanties

1. Les contreparties

Le cadre de politique monétaire de l'Eurosystème est conçu de manière à permettre la participation d'un large éventail de contreparties. Les contreparties aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème doivent satisfaire à certains critères d'éligibilité. La définition de ces critères répond au souci de garantir l'égalité de traitement des établissements dans l'ensemble de la zone euro et de veiller à ce que les contreparties remplissent certaines obligations de nature opérationnelle et prudentielle. Les critères généraux d'éligibilité sont les mêmes pour toute la zone.

Pour être une contrepartie éligible, un établissement de crédit doit être assujéti au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème et présenter une situation financière saine. En outre, les contreparties doivent respecter tout critère opérationnel spécifié dans les dispositions contractuelles ou réglementaires appliquées par leur BCN (ou par la BCE) afin d'assurer la conduite efficace des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. À fin juin 2003, 6 776 établissements de crédit étaient établis dans la zone euro. Toutefois, seuls 2 243 satisfaisaient aux critères opérationnels définis pour participer aux opérations d'*open market*. 2 749 établissements remplissaient les critères opérationnels d'accès à la facilité de prêt marginal et 3 188 ceux permettant d'utiliser la facilité de dépôt. Cependant, le nombre de contreparties participant effectivement aux opérations d'*open market* est généralement très inférieur au nombre de contreparties éligibles. Au premier semestre de 2003, le nombre total de contreparties participant aux appels d'offres relatifs aux opérations principales de refinancement s'est établi en moyenne à 252. Au cours de la même période, le nombre de contreparties prenant part aux opérations de refinancement à plus long terme s'est établi en moyenne à 136.

Un établissement de crédit qui satisfait aux critères généraux d'éligibilité peut accéder aux facilités permanentes de l'Eurosystème et participer aux opérations d'*open market* effectuées par voie d'appels d'offres normaux par l'intermédiaire de la BCN de l'État membre dans lequel il est situé. Si un établissement dispose d'implantations (siège et succursales) dans plus d'un État membre, chaque implantation a accès à ces opérations par l'intermédiaire de la BCN de l'État membre dans lequel elle est située. Cependant, les soumissions aux appels d'offres d'un établissement ne peuvent être présentées que par une seule implantation (le siège ou une succursale désignée) dans chaque État membre.

Les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème sont effectuées de manière décentralisée. Cette approche décentralisée s'est avérée très efficace et a bien fonctionné grâce à des préparatifs minutieux et des systèmes informatiques performants. L'Eurosystème continue de bénéficier très largement des contacts étroits établis de longue date par les BCN avec leurs contreparties locales.

2. Les garanties

L'article 18.1 des statuts du SEBC autorise la BCE et les BCN à effectuer des transactions sur les marchés de capitaux en achetant ou en vendant des actifs mobilisables dans le cadre d'opérations ferme ou de pensions et stipule que toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent s'appuyer sur des garanties appropriées. Cette exigence est destinée

à protéger l'Eurosystème contre les risques de nature financière. En conséquence, toutes les opérations de fourniture de liquidités de l'Eurosystème sont fondées sur des livraisons d'actifs mobilisables par les contreparties.

Afin d'éviter à l'Eurosystème d'encourir des pertes, de respecter l'égalité de traitement des contreparties et d'améliorer l'efficacité opérationnelle, les actifs présentés en garantie doivent satisfaire à certains critères pour pouvoir être utilisés dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. Pour respecter le principe de l'égalité de traitement, l'Eurosystème accepte en garantie des instruments émis par les débiteurs du secteur privé comme du secteur public.

En raison des disparités de structures financières existant entre les États membres, une distinction est établie, essentiellement pour des raisons internes à l'Eurosystème, entre deux catégories d'actifs éligibles aux opérations de politique monétaire. Ces deux catégories sont désignées sous les appellations respectives d'actifs de niveau 1 et actifs de niveau 2. Le niveau 1 est constitué de titres de créance négociables qui satisfont à des critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Le niveau 2 est constitué d'actifs complémentaires, négociables ou non négociables, qui revêtent une importance particulière pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux. Les critères d'éligibilité relatifs à ces actifs sont définis par les BCN, dans le respect des critères d'éligibilité minimaux déterminés par la BCE. Les contreparties de l'Eurosystème peuvent procéder à une utilisation transfrontière des actifs éligibles, c'est-à-dire se procurer des fonds auprès de la BCN de l'État membre dans lequel elles sont implantées en utilisant des actifs localisés dans un autre État membre. Ce mécanisme de mobilisation transfrontière permet aux établissements situés dans l'ensemble de la zone euro d'utiliser toute la palette des actifs de niveau 1 définis par la BCE et des actifs nationaux de niveau 2. Enfin, l'ensemble des actifs éligibles sont soumis à des mesures spécifiques de contrôle des risques déterminées de manière à prendre en compte les pratiques de marché.

facilités permanentes ont constitué un plafond et un plancher pour le taux du marché au jour le jour (Eonia) ⁸.

Comme le montre le graphique 4.1, l'Eonia est généralement resté à un niveau proche du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, illustrant ainsi l'importance de cet instrument central de la politique monétaire de l'Eurosystème.

Le graphique 4.1 indique également que l'Eonia enregistre des pics occasionnels. Ces deux caractéristiques de l'Eonia sont liées au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème, exposé plus en détail à la section 4.3. Enfin, le graphique 4.1 montre que l'écart entre le taux des facilités permanentes et celui des opérations principales de refinancement a été maintenu inchangé entre avril 1999 et juin 2003 (± 1 point de pourcentage) ⁹.

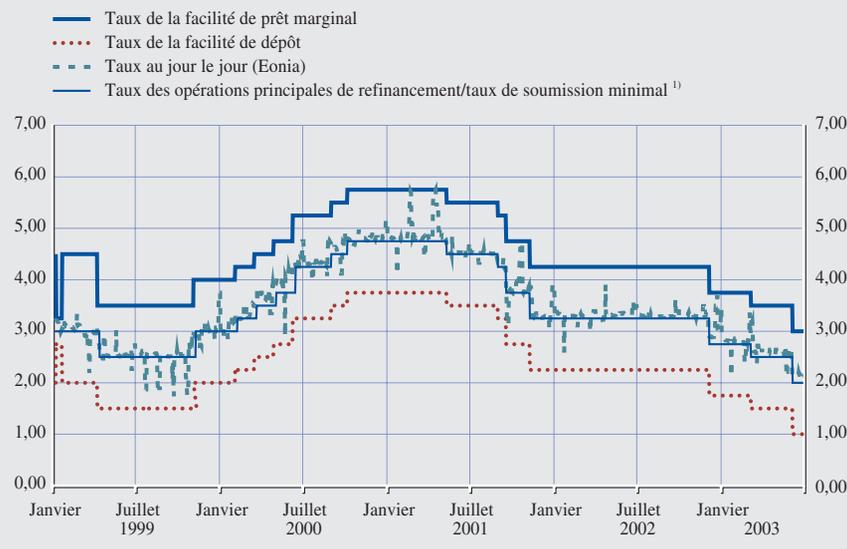
**L'Eonia, les
taux directeurs
de la BCE et le
système de
réserves
obligatoires**

⁸ Le taux moyen au jour le jour de l'euro (*Euro overnight index average* - Eonia) est diffusé par la Fédération bancaire européenne. Il est égal à la moyenne pondérée des taux d'intérêt des prêts en blanc au jour le jour réalisés par un panel de banques parmi les plus actives sur le marché monétaire.

⁹ Un corridor étroit de $\pm 0,25$ point de pourcentage a été appliqué à titre de mesure transitoire entre le 4 janvier 1999 et le 21 janvier afin de faciliter l'adaptation au cadre opérationnel unique.

Graphique 4.1 Taux d'intérêt directeurs de la BCE et Eonia

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : BCE

1) Avant le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement étaient effectuées par voie d'appels d'offres à taux fixe. Depuis l'opération réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement sont effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable et assorties d'un taux de soumission minimal préannoncé. Le taux de soumission minimal correspond au taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner (cf. section 4.4).

4.3 LES RÉSERVES OBLIGATOIRES

Description du système

Les réserves obligatoires et l'assiette des réserves

La BCE impose aux établissements de crédit l'obligation de constituer des dépôts sur des comptes ouverts sur les livres des BCN : ces dépôts sont appelés réserves « obligatoires » ¹⁰. Le montant des réserves obligatoires à constituer par chaque établissement est déterminé en fonction de son assiette de réserves. Celle-ci est définie en fonction des éléments de son bilan. Le tableau 4.2 présente les principaux

éléments de passif inclus dans l'assiette des réserves ¹¹.

Le montant des réserves à constituer pour un établissement est calculé en multipliant l'assiette des réserves par un taux de réserve. La BCE applique un taux de réserve positif uniforme à la plupart des exigibilités incluses dans l'assiette des réserves. Ce taux de réserve a été fixé à 2 % au début de la phase III de l'UEM. La plupart des exigibilités à court terme figurant dans les bilans des établissements de crédit

Le taux de réserve

¹⁰ Le régime juridique du système de réserves obligatoires de l'Eurosystème est défini dans l'article 19 des statuts du SEBC. Les détails du dispositif des réserves obligatoires figurent dans différents actes juridiques, dont les plus importants sont le Règlement du Conseil (CE) n° 2531/98 relatif à l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne et le Règlement (CE) n° 2818/98 de la Banque centrale européenne concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/1998/15), modifié.

¹¹ Les exigibilités envers d'autres établissements de crédit figurant sur la liste des établissements assujettis au régime de réserves obligatoires de l'Eurosystème ainsi que les exigibilités vis-à-vis de la BCE et des BCN ne sont pas incluses dans l'assiette des réserves.

sont soumis à un taux de réserve positif. Comme le montre le tableau 4.2, les exigibilités à long terme et les titres en pension ne sont pas soumis à ce taux.

sur la base de la moyenne des soldes journaliers des comptes de réserves des contreparties sur une période de constitution d'un mois environ.

L'abattement forfaitaire

Les établissements de crédit peuvent appliquer à leurs réserves à constituer un abattement forfaitaire uniforme qui s'élève à 100 000 euros depuis l'introduction de l'euro. Cet abattement est destiné à réduire les coûts administratifs résultant de la gestion de réserves obligatoires de montants très faibles.

Le Conseil des gouverneurs a décidé en 2003 que les périodes de constitution des réserves débuteraient, à compter de mars 2004, le jour de règlement de la première opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs à l'ordre du jour de laquelle figurait l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire (cf. encadré 4.2) et s'achèveraient le jour précédant le jour de règlement correspondant du mois suivant. Un calendrier des périodes de constitution et un calendrier indicatif des opérations principales de refinancement pour l'année civile sont publiés trois mois avant le début de l'année concernée, afin d'aider les établissements de crédit à préparer la gestion de leurs réserves.

Les périodes de constitution des réserves

La constitution en moyenne des réserves

Pour constituer leurs réserves obligatoires, les établissements de crédit doivent détenir des avoirs sur leurs comptes courants auprès des BCN. À cet effet, le système de réserves obligatoires de l'Eurosystème permet la constitution des réserves en moyenne. Cela signifie que le respect de l'obligation de réserves est évalué

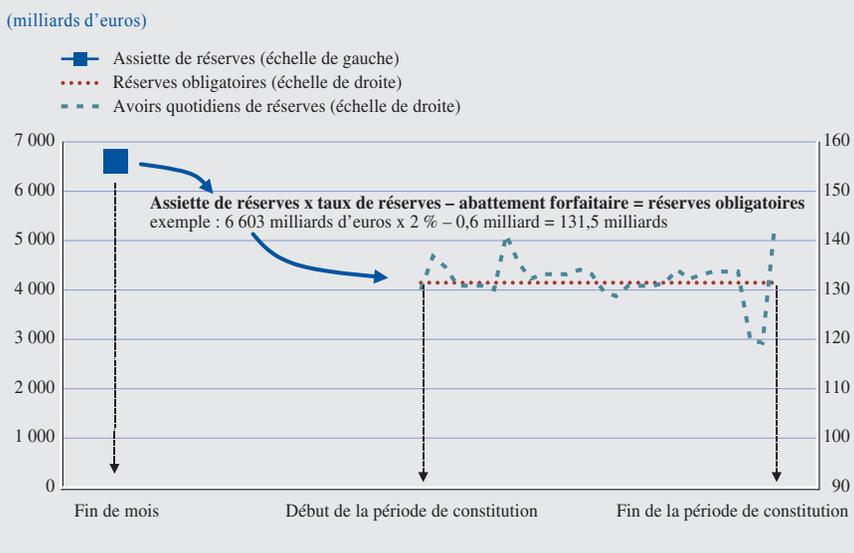
Tableau 4.2 Exigibilités des établissements de crédit incluses dans l'assiette des réserves

(encours à fin juin 2003 ; milliards d'euros)

(A) Exigibilités auxquelles s'applique un taux de réserve positif	
Dépôts (y compris les dépôts à vue, les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à deux ans)	6 216
Titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans (y compris les instruments du marché monétaire)	412
Total (A)	6 628
(B) Exigibilités auxquelles s'applique un taux zéro	
Dépôts (y compris les dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis supérieur à deux ans)	1 421
Titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans	2 536
Titres en pension	783
Total (B)	4 741
Assiette des réserves totale (A) + (B)	11 369

Source : BCE

Graphique 4.2 Fonctionnement du système de réserves obligatoires de l'Eurosystème



Source : BCE

La rémunération des réserves obligatoires

L'Eurosystème a pour objectif de garantir que le système de réserves obligatoires ne pèse pas sur le système bancaire de la zone euro et ne compromette pas la répartition efficace des ressources. Pour cette raison, les réserves obligatoires constituées par les établissements de crédit sont rémunérées. La rémunération correspond à la moyenne, au cours de la période de constitution, du « taux marginal d'adjudication » (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) des opérations principales de refinancement (cf. également section 4.4). Comme les taux marginaux des appels d'offres sont généralement très proches des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire, les réserves obligatoires sont rémunérées à un taux voisin de celui du marché.

Le calcul des réserves obligatoires

Le graphique 4.2 présente un exemple de calcul des réserves obligatoires de l'Eurosystème. Dans cet exemple,

l'assiette des réserves des établissements de crédit est déterminée par les exigibilités ressortant de leur bilan au 31 mai 2003. En appliquant le taux de réserve de 2 % à l'assiette retenue et en déduisant l'abattement forfaitaire, le montant des réserves obligatoires est fixé pour la période de constitution des réserves suivante (débutant ici le 24 juin 2003 et se terminant le 23 juillet).

Dans le graphique 4.2, la courbe bleue foncée fait apparaître le fonctionnement du mécanisme de constitution en moyenne des réserves dans le système de réserves obligatoires de l'Eurosystème. Les avoirs en compte courant des établissements de crédit peuvent varier librement par rapport au montant des réserves à constituer, mais les avoirs moyens sur ces comptes doivent être au moins égaux aux réserves requises sur l'ensemble de la période de constitution. Dans l'exemple, la moyenne des avoirs en

compte courant des établissements de crédit auprès de l'Eurosystème s'est élevée à 132,1 milliards d'euros, soit un excédent de réserves constituées volontairement de 0,6 milliard par rapport au montant de 131,5 milliards requis au titre des réserves obligatoires.

Les fonctions du système

La stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire

La première fonction essentielle du système de réserves obligatoires est la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire, fonction assurée par le mécanisme de constitution en moyenne. Ce mécanisme permet aux contreparties de lisser les effets des variations journalières de liquidité (c'est-à-dire celles qui résultent de la demande de signes monétaires), les déséquilibres transitoires des réserves pouvant être compensés par des déséquilibres de sens opposé au cours de la même période de constitution.

Grâce au mécanisme de constitution en moyenne, les établissements de crédit peuvent tirer profit de prêts accordés sur le marché et afficher un déficit de réserves chaque fois que les taux du marché monétaire sur les échéances les plus courtes sont supérieurs à ceux attendus pour le reste de la période de constitution. Dans le cas inverse, ils peuvent emprunter sur le marché et avoir un excédent de réserves. En théorie, cet « arbitrage intertemporel » devrait garantir, pendant toute la période de constitution, l'égalité entre le niveau effectif et le niveau attendu des taux les plus courts du marché monétaire à la fin de la période de constitution. Ce mécanisme stabilise le taux d'intérêt au jour le jour pendant la période de constitution et rend inutiles des interventions fréquentes de la banque centrale sur le marché monétaire.

Le mécanisme de constitution en moyenne fonctionne sans heurt pendant la période de constitution. Cependant, à la fin de cette période, l'obligation de réserves obligatoires devient irrévocable et les banques ne peuvent plus reporter leur excédent ou leur déficit de liquidité. Cette situation explique les pics enregistrés par l'Eonia à l'approche de la clôture de chaque période de constitution, comme cela apparaît au graphique 4.1.

La seconde fonction importante assignée au système de réserves obligatoires consiste à accentuer le déficit structurel de liquidité du système bancaire. La nécessité pour les banques de constituer des réserves auprès des BCN contribue à accroître la demande de refinancement auprès de la banque centrale, ce qui facilite le pilotage, par la BCE, des taux d'intérêt du marché monétaire par le biais des opérations normales d'apport de liquidité.

L'accroissement du déficit structurel de liquidité du système bancaire

4.4 LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET

En fonction de leur objectif, de leur régularité et des procédures suivies, les opérations d'*open market* de l'Eurosystème peuvent être regroupées en quatre catégories : opérations principales de refinancement, opérations de refinancement à plus long terme, opérations de réglage fin et opérations structurelles (cf. tableau 4.1 et encadré 4.3).

Les quatre catégories d'opérations d'open market

Les opérations principales de refinancement

Comme mentionné précédemment, les opérations principales de refinancement sont les opérations d'*open market* les plus importantes effectuées par l'Eurosystème. Elles jouent un rôle essentiel dans le pilotage des taux d'intérêt, la gestion de la

Les fonctions des opérations principales de refinancement

liquidité et l'indication de l'orientation de la politique monétaire (au travers du taux des opérations principales de refinancement fixé par le Conseil des gouverneurs). Elles constituent également le principal canal de refinancement du système bancaire et sont exécutées de manière décentralisée par les BCN.

La fréquence et la durée

Les opérations principales de refinancement sont des opérations d'apport de liquidité. Elles ont une fréquence hebdomadaire. En 2003, le Conseil des gouverneurs a décidé de ramener la durée de ces opérations de deux semaines à une semaine à compter de mars 2004 (cf. encadré 4.2).

Les appels d'offres normaux

Les opérations principales de refinancement sont effectuées par voie d'appels d'offres normaux. Dans le contexte du cadre opérationnel de l'Eurosystème, le terme « normaux » se réfère aux appels d'offres conduits conformément à un calendrier pré-annoncé et exécutés dans un délai de 24 heures entre l'annonce de l'appel d'offres et la communication des résultats. Toutes les contreparties qui satisfont aux critères généraux d'éligibilité peuvent participer à ces opérations. En principe, tous les établissements de crédit établis dans la zone euro font potentiellement partie des contreparties éligibles de l'Eurosystème (cf. encadré 4.1).

Les appels d'offres à taux fixe et à taux variable

L'Eurosystème peut effectuer des appels d'offres à taux fixe ou à taux variable. Dans le premier cas, le taux d'intérêt est déterminé à l'avance par le Conseil des gouverneurs et les contreparties soumissionnent pour le montant auquel elles souhaitent être servies à ce taux. Dans le second cas, les soumissions des contreparties portent à la fois sur le montant qu'elles

souhaitent obtenir et sur le taux auquel elles veulent participer à l'opération. Pour les appels d'offres à taux variable, le Conseil des gouverneurs peut fixer un taux de soumission minimal afin de signaler l'orientation de la politique monétaire.

Quelle que soit la procédure utilisée, c'est la BCE qui décide du montant de liquidité alloué. Dans le cas d'un appel d'offres à taux fixe, cette situation implique normalement une adjudication au *prorata* des soumissions de chaque banque, sur la base du rapport entre le montant total des soumissions et celui des liquidités à allouer. Pour un appel d'offres à taux variable, les soumissions assorties des taux d'intérêt les plus élevés sont satisfaites en priorité, puis les offres à taux d'intérêt moins élevés sont successivement acceptées jusqu'à épuisement du montant total des liquidités à adjuger. Au taux d'intérêt le plus bas accepté, appelé « taux marginal d'adjudication », les offres sont satisfaites au *prorata*, en fonction du montant total à adjuger décidé par la BCE. Pour chaque adjudication, le taux d'intérêt appliqué est le taux offert par la contrepartie.

Entre début 1999 et juin 2000, l'Eurosystème a effectué ses opérations principales de refinancement par voie d'appels d'offres à taux fixe. Depuis le 27 juin 2000, ces opérations sont réalisées sous la forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission minimal en utilisant la procédure d'adjudication à taux multiples. Ce changement a été motivé par l'ampleur du phénomène de soumissions excessives observé lors des opérations principales de refinancement à taux fixe, qui

L'utilisation des procédures d'appels d'offres depuis 1999

Encadré 4.2 Les modifications de la durée des opérations principales de refinancement et du calendrier relatif à la période de constitution des réserves à compter de mars 2004

Comme l'indique la section 4.4, des périodes de tension ont été constatées dans le passé, quand d'importantes spéculations portant sur une modification imminente des taux d'intérêt ont affecté les soumissions des contreparties aux opérations principales de refinancement. À plusieurs reprises au cours du printemps 2000, lorsque les anticipations d'une hausse prochaine des taux directeurs de la BCE étaient fortes, les contreparties ont soumissionné de façon de plus en plus excessive aux opérations principales de refinancement, qui étaient alors effectuées par voie d'appels d'offres à taux fixe (épisodes de « soumissions excessives »). De la même façon, les anticipations d'une diminution imminente des taux directeurs de la BCE ont parfois conduit les contreparties à soumissionner de façon insuffisante, globalement, par rapport au montant nécessaire à la constitution des réserves obligatoires (phénomène de soumissions insuffisantes).

Ces deux problèmes trouvaient leur origine, essentiellement, dans le fait que la période de constitution des réserves, qui commençait le 24^e jour de calendrier de chaque mois et se terminait le 23^e jour de calendrier du mois suivant, était indépendante des dates des réunions du Conseil des gouverneurs au cours desquelles les modifications des taux directeurs de la BCE étaient décidées. De la sorte, des changements des taux directeurs de la BCE pouvaient se produire au cours d'une période de constitution des réserves. De plus, compte tenu de la durée des opérations principales de refinancement hebdomadaires (qui était de deux semaines), la dernière au moins des opérations effectuées au cours de chaque période de constitution des réserves débordait sur la période de constitution des réserves suivante. Par conséquent, le comportement adopté à la fin d'une période de constitution en matière de soumission aux opérations principales de refinancement pouvait être affecté par les anticipations de changement des taux directeurs de la BCE au cours de la période de constitution suivante.

Afin de résoudre ce problème, le Conseil des gouverneurs a adopté en 2003 deux mesures, entrées en vigueur à compter de mars 2004, pour éviter que la spéculation sur les taux de change au cours d'une période de constitution des réserves n'affecte les conditions à très court terme du marché monétaire : (a) le calendrier relatif au début des périodes de constitution des réserves a été modifié, et (b) la durée des opérations principales de refinancement a été ramenée à une semaine¹. Il a été décidé, en particulier, que les périodes de constitution débuteraient, à compter de mars 2004, le jour de règlement de la première opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs à l'ordre du jour de laquelle l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire est prévue et s'achèveraient le jour précédant la date de règlement correspondante du mois suivant. L'établissement d'un lien direct entre la date de réunion du Conseil des gouverneurs et le début de la période de constitution des réserves doit, sauf exception, mettre un terme aux anticipations de modifications des taux directeurs de la BCE au cours d'une période de constitution des réserves. La réduction de la durée des opérations principales de refinancement visait à éviter le débordement, d'une période de constitution des réserves sur la suivante, de la spéculation sur les taux d'intérêt. La combinaison de ces mesures avait pour objectif de contribuer à stabiliser les conditions dans lesquelles les établissements de crédit soumissionnent aux opérations principales de refinancement.

1) Périodes de constitution des réserves antérieures à mars 2004 : du 24^e jour de calendrier de chaque mois au 23^e jour du calendrier du mois suivant

s'expliquait par l'existence d'un écart important et durable entre les taux du marché monétaire et le taux fixe appliqué aux opérations principales de refinancement début 2000. Cet écart résultait lui-même, en grande partie, des anticipations du marché relatives à de nouveaux relèvements des taux de la BCE, notamment au printemps 2000. L'écart entre les taux de marché et le taux principal de refinancement de la BCE a rendu le refinancement auprès de cette dernière très attractif pour les banques et a donné lieu à des soumissions très importantes de leur part. Dans le cas d'un appel d'offres à taux variable, en revanche, les banques, qui auraient à payer un prix plus élevé pour obtenir des liquidités supplémentaires, ne sont pas incitées à présenter des soumissions excessives.

Toutefois, les appels d'offres à taux variables assortis d'un taux de soumission minimal peuvent poser un autre problème. Dans certains cas, le total des soumissions présentées lors de l'appel d'offres a été inférieur au montant permettant aux contreparties de remplir sans difficulté leurs obligations de réserves obligatoires (« insuffisance des soumissions »). Ces épisodes ayant également résulté d'une forte spéculation sur les taux d'intérêt, le Conseil des gouverneurs a décidé de modifier son cadre opérationnel à compter de mars 2004 (cf. encadré 4.2).

Lors du passage aux appels d'offres à taux variable, l'Eurosystème a également commencé à annoncer, chaque semaine, le besoin de liquidité estimé du système bancaire pour la période allant jusqu'au jour précédant le règlement de l'opération principale de refinancement suivante.

La publication de cette estimation aide les contreparties à préparer leurs soumissions pour la prochaine opération principale de refinancement. La section 4.6 décrit les facteurs déterminant les besoins de liquidité du système bancaire.

Les opérations de refinancement à plus long terme

Outre les opérations principales de refinancement hebdomadaires, l'Eurosystème procède également à des opérations mensuelles de refinancement à plus long terme, assorties d'une échéance à trois mois. Ces opérations sont destinées à fournir au système bancaire des liquidités à plus long terme. Elles sont jugées utiles afin d'éviter de renouveler l'ensemble de la liquidité du marché monétaire toutes les semaines ou toutes les deux semaines et de permettre aux contreparties d'accéder au refinancement à plus long terme. De même que les opérations principales de refinancement, ces opérations à plus long terme sont effectuées de manière décentralisée, par voie d'appels d'offres normaux et toutes les contreparties qui satisfont aux critères généraux d'éligibilité peuvent y participer (cf. encadré 4.1).

Dans la mesure où il n'a pas été jugé souhaitable que l'Eurosystème influence les taux d'intérêt du marché monétaire sur plus d'une échéance de la courbe des taux, les opérations de refinancement à plus long terme ont été conçues de façon à ce que l'Eurosystème les conduise en retenant les taux de soumission qui lui sont proposés. Afin de ne pas brouiller le signal donné par les opérations principales de refinancement, elles sont exécutées uniquement par voie d'appels d'offres à taux variable avec annonce

Les opérations de refinancement à plus long terme

L'Eurosystème retient les taux de soumission qui lui sont proposés

La publication des besoins de liquidité

Encadré 4.3 Les différents types d'opérations d'*open market*

Les opérations de cession temporaire constituent le principal instrument d'*open market* de l'Eurosystème et peuvent être utilisées dans le cadre de toutes catégories d'opérations d'*open market* destinées à fournir de la liquidité. L'Eurosystème dispose de trois autres instruments pour la conduite des opérations de réglage fin : les opérations ferme, les *swaps* de change et les reprises de liquidité en blanc. Enfin, en ce qui concerne les opérations structurelles, la BCE peut émettre des certificats de dette (cf. tableau 4.1).

1. Les opérations de cession temporaire

Les opérations de cession temporaire sont des opérations par lesquelles l'Eurosystème achète ou vend des actifs éligibles dans le cadre d'accords de pension ou octroi des prêts garantis par des actifs éligibles. Les opérations de cession temporaire sont utilisées pour les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme. De plus, l'Eurosystème peut utiliser les opérations de cession temporaire dans le cadre d'opérations structurelles et de réglage fin.

Lorsqu'une opération de cession temporaire revêt la forme d'une pension, la différence entre le prix d'achat et le prix de rachat correspond aux intérêts dus sur le montant emprunté ou prêté pour la durée de l'opération, c'est-à-dire que le prix de rachat comprend les intérêts dus à l'échéance. Les intérêts sur une opération de cession temporaire sous forme de prêt garanti sont déterminés en appliquant le taux d'intérêt spécifié au montant du crédit pour la durée de l'opération.

2. Les opérations ferme

Les opérations ferme d'*open market* sont des opérations par lesquelles l'Eurosystème achète ou vend ferme des actifs éligibles sur le marché. Elles ne sont effectuées qu'à des fins structurelles et au titre du réglage fin.

3. Les *swaps* de change

Les *swaps* de change effectués à des fins de politique monétaire consistent en des achats ou ventes euro contre devise, effectués simultanément au comptant et à terme. Ils peuvent être utilisés pour le réglage fin, principalement en vue de gérer la situation de liquidité sur le marché et de piloter les taux d'intérêt.

4. Les reprises de liquidité en blanc

L'Eurosystème peut inviter les contreparties à placer des liquidités sous forme de dépôts à terme rémunérés auprès de la BCN de l'État membre dans lequel la contrepartie est implantée. Les reprises en blanc ne sont envisagées que pour le réglage fin en vue de retirer des liquidités du marché.

5. L'émission de certificats de dette de la BCE

La BCE peut émettre des certificats de dette en vue d'ajuster la position structurelle de l'Eurosystème vis-à-vis du secteur financier en créant ou en augmentant un besoin de refinancement sur le marché.

préalable du montant à allouer. Le Conseil des gouverneurs indique à l'avance le montant qui sera réparti à l'occasion des appels d'offres à venir.

Entre janvier 1999 et juin 2003, les opérations de refinancement à plus long terme ont représenté, en moyenne, 26 % du montant total des opérations d'*open market*. Au cours des deux premiers mois de 1999, les opérations de refinancement à plus long terme ont été effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable en utilisant une procédure à taux unique (le même taux étant appliqué à toutes les offres servies). À compter de mars 1999, ces opérations ont été effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable, en recourant à une procédure à taux multiples (les offres étant servies aux différents taux offerts).

Les opérations de réglage fin

L'Eurosysteme peut également effectuer de façon ponctuelle des opérations d'*open market*, c'est-à-dire des opérations de réglage fin. Leur fréquence et leur durée ne sont pas normalisées et il peut s'agir d'opérations d'apport ou de retrait de liquidité. Elles visent à gérer la situation de la liquidité et à piloter les taux d'intérêt sur le marché monétaire, notamment pour y atténuer l'incidence de fluctuations imprévues de la liquidité. Les opérations de réglage fin apportent également une contribution importante au fonctionnement normal des marchés et permettent de fournir de la liquidité dans des circonstances exceptionnelles, comme après les attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis.

Les opérations de réglage fin peuvent prendre la forme d'opérations de cession temporaire, d'opérations ferme, de *swaps* de change et de reprises de liquidité en blanc ; ces différentes procédures sont décrites dans l'encadré 4.3. Toutefois, compte tenu des nombreux autres instruments utilisés par l'Eurosysteme, le recours aux opérations de réglage fin demeure

très limité. À fin juin 2003, seules huit opérations de réglage fin avaient été réalisées par l'Eurosysteme, soit en moyenne moins de deux par an.

En raison de leur objectif, les opérations de réglage fin sont, en principe, exécutées par voie d'appels d'offres « rapides ». Il s'écoule une heure entre l'annonce de l'opération et la communication des résultats de l'adjudication. Les opérations de réglage fin peuvent également s'effectuer par des procédures bilatérales, l'Eurosysteme réalisant une transaction avec une ou plusieurs contreparties sans recourir aux appels d'offres.

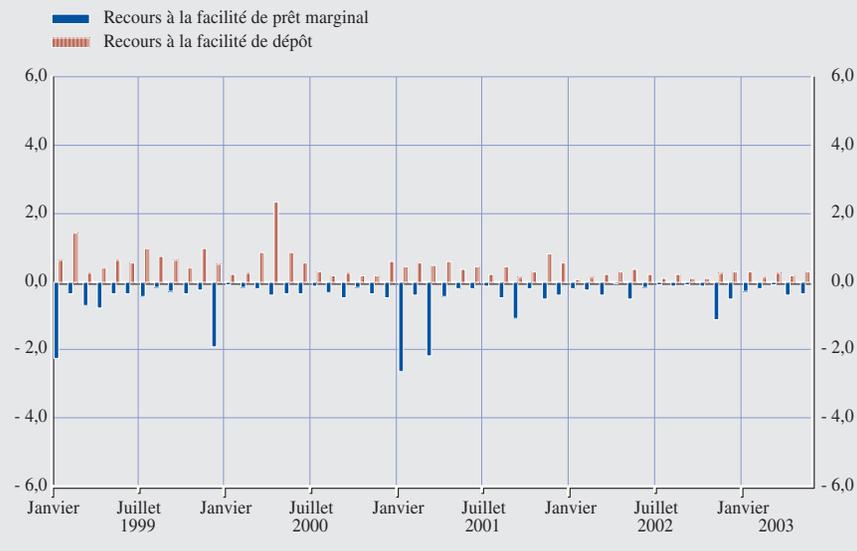
Compte tenu de la nécessité d'agir rapidement dans le cas d'évolutions imprévues des marchés, il est souhaitable que l'Eurosysteme conserve une très grande souplesse dans la définition des caractéristiques des opérations de réglage fin. Elles sont, en principe, effectuées de manière décentralisée par les BCN, mais le Conseil des gouverneurs peut décider, dans des circonstances exceptionnelles, que des opérations bilatérales de réglage fin puissent être réalisées par la BCE. Pour des raisons d'ordre opérationnel, seul un nombre limité de contreparties peut participer aux opérations de réglage fin.

Les opérations structurelles

Le cadre opérationnel offre également à l'Eurosysteme la possibilité de procéder à des « opérations structurelles ». Celles-ci seraient destinées à opérer un ajustement de la position structurelle de l'Eurosysteme vis-à-vis du secteur bancaire, c'est-à-dire du montant de la liquidité disponible sur le marché à long terme. Ces opérations pourraient être effectuées sous forme d'opérations de

Graphique 4.3 Recours aux facilités permanentes de janvier 1999 à juin 2003

(milliards d'euros ; moyennes des positions quotidiennes au cours de la période de constitution des réserves)



Source : BCE

cession temporaire, d'opérations ferme ou d'émission de certificats de dette (cf. encadré 4.3). À fin 2003, l'Eurosystème n'avait réalisé aucune opération structurelle visant à influencer sur la position structurelle de liquidité du système bancaire.

En principe, il peut s'agir d'opérations d'apport ou de retrait de liquidité et leur fréquence peut être régulière ou non. Elles pourraient être effectuées par voie d'appels d'offres normaux et leur durée n'est pas normalisée a priori. Les opérations structurelles pourraient être réalisées de manière décentralisée et toutes les contreparties qui satisfont aux critères généraux d'éligibilité pourraient y participer.

4.5 LES FACILITÉS PERMANENTES

Comme mentionné précédemment, l'Eurosystème met également en œuvre la politique monétaire en fixant les taux

d'intérêt de ses facilités permanentes. Ces dernières permettent de fournir ou de retirer des liquidités au jour le jour, à l'initiative des contreparties. Deux facilités permanentes sont à la disposition des contreparties éligibles : la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt. Les banques sont peu incitées à les utiliser, les taux d'intérêt appliqués étant généralement dissuasifs comparés aux taux du marché.

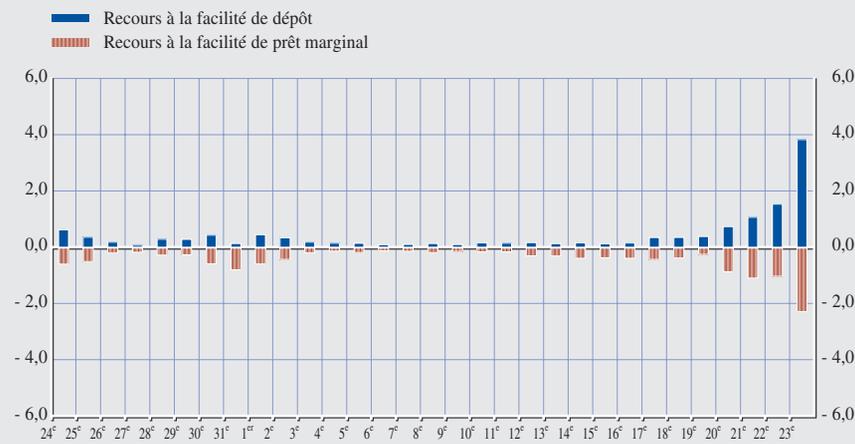
Le graphique 4.3 retrace l'utilisation journalière moyenne des facilités permanentes entre janvier 1999 et juin 2003. Celle-ci est généralement restée inférieure à 1 milliard d'euros, ce qui montre que ces opérations sont utilisées uniquement pour fournir ou retirer des liquidités dans des circonstances exceptionnelles.

... importantes dans des circonstances exceptionnelles...

Les facilités de prêt marginal et de dépôt sont...

Graphique 4.4 Recours aux facilités permanentes au cours d'une période de constitution des réserves

(milliards d'euros ; moyenne des positions quotidiennes de février 1999 à juin 2003)



Source : BCE

expliquent le niveau relativement élevé du recours à la facilité de prêt marginal au cours des périodes de constitution des réserves se terminant en février 1999¹² et janvier 2000, respectivement.

... et à la fin de la période de constitution des réserves

Le graphique 4.4 fait apparaître le profil classique du recours aux facilités permanentes au cours d'une période de constitution des réserves. Comme le montre ce graphique, le recours aux facilités permanentes est plus important à la fin de la période de constitution. Ce phénomène est dû au mécanisme de constitution en moyenne prévu par le système de réserves obligatoires, qui permet aux établissements de crédit de présenter des déficits ou des excédents journaliers de liquidité et leur donne la possibilité soit d'anticiper la constitution des réserves exigées, soit de la reporter jusqu'à la fin de la période de constitution. Comme mentionné précédemment, l'obligation

de constituer des réserves ne devient contraignante que le dernier jour de la période de constitution, lorsque les déficits et les excédents de liquidité ne peuvent plus être compensés par des déséquilibres en sens inverse au cours de la même période de constitution.

4.6 LA LIQUIDITÉ DE BANQUE CENTRALE ET LES BESOINS DE REFINANCEMENT DU SYSTÈME BANCAIRE

En résumé, le cadre opérationnel est constitué par l'ensemble des instruments et procédures utilisés par une banque centrale pour piloter les taux d'intérêt, gérer la liquidité sur le marché monétaire et indiquer l'orientation de la politique monétaire par le biais de la fixation par le Conseil des gouverneurs des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Le système bancaire de la zone euro, en raison, notamment, de ses besoins en signes monétaires et de l'obligation de

L'Eurosystème, fournisseur de liquidité

¹² La première période de constitution des réserves a eu une durée supérieure à la normale, débutant le 1^{er} janvier 1999 et se terminant le 23 février.

constituer des réserves, présente globalement un déficit de liquidité et est dépendant du refinancement auprès de l'Eurosystème. Dans ce contexte, l'Eurosystème agit en tant que fournisseur de liquidité et peut ainsi piloter les taux du marché monétaire et transmettre les impulsions de la politique monétaire à l'ensemble de la zone euro.

Le bilan consolidé de l'Eurosystème

L'interaction entre l'Eurosystème et le système bancaire peut être illustrée à l'aide du bilan consolidé de l'Eurosystème. Le tableau 4.3 présente une version simplifiée du bilan normalisé d'une banque centrale.

L'actif

À l'actif figurent trois grands postes relatifs à la fourniture de liquidité : les « concours aux établissements de crédit », la « facilité de prêt marginal » et les « réserves nettes de change ». Le poste concours aux établissements de crédit se réfère à l'encours des opérations d'*open market* destinées à apporter des liquidités. Dans le cas de l'Eurosystème, ces opérations incluent toujours les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme. Les opérations de réglage fin et les opérations structurelles visant à fournir des liquidités figureraient également dans cette rubrique. La rubrique facilité de prêt marginal fait référence aux prêts au jour le jour accordés par la banque centrale aux établissements de crédit qui ont recours à cette facilité. Les réserves nettes de change recouvrent les avoirs en devises détenus par la banque centrale, nets de ses engagements libellés en devises.

Le passif

Le passif se compose de cinq postes principaux, à savoir les « avoirs des établissements de crédit en compte courant », la « facilité de dépôt », les

« billets en circulation », les « dépôts des administrations publiques » et les « autres facteurs (net) ». La rubrique « avoirs des établissements de crédit en compte courant » fait référence aux avoirs détenus auprès de la banque centrale par les établissements de crédit afin de satisfaire aux obligations de règlement résultant des transactions interbancaires et de respecter les exigences en matière de réserves obligatoires (également désignées simplement par le terme « réserves »). Le poste « facilité de dépôt » recouvre le recours total au jour le jour à cette facilité permanente. Le poste « billets en circulation » fait apparaître la valeur des billets de banque mis en circulation par la banque centrale à la demande des établissements de crédit. Il s'agit généralement du poste le plus important du passif. Les « dépôts des administrations publiques » reflètent l'existence de soldes en compte courant des différents Trésors publics auprès des BCN. Enfin, la rubrique « autres facteurs (net) » est un poste d'ajustement regroupant les postes résiduels du bilan.

D'un point de vue comptable, les montants respectifs de l'actif et du passif doivent toujours être égaux. Afin de comprendre comment opère une banque centrale, il est possible de diviser le bilan en trois rubriques (cf. les trois parties inférieures du tableau 4.3).

Comme le montre ce tableau, le montant net des liquidités effectivement fournies aux établissements de crédit par la banque centrale est égal à la somme de deux éléments. Le premier est constitué par les « facteurs autonomes » (c'est-à-dire la somme des billets en circulation, plus les dépôts des administrations publiques, moins les

L'offre et la demande de liquidité

Tableau 4.3 Structure du bilan d'une banque centrale

Le bilan standardisé d'une banque centrale :	
Actif	Passif
Concours aux établissements de crédit	Avoirs des établissements de crédit en compte courant (réserves)
Facilité de prêt marginal	Facilité de dépôt
Réserves nettes de change	Billets en circulation Dépôts des administrations publiques Autres facteurs (net)
Peut être présenté de la façon suivante :	
Apports de liquidité par le biais des opérations de politique monétaire « Concours aux établissements de crédit » + « Facilité de prêt marginal » – « Facilité de dépôt » =	
Facteurs autonomes « Billets en circulation » + « Dépôts des administrations publiques » – « Réserves nettes de change » + « Autres facteurs (net) » +	
Réserves « Avoirs des établissements de crédit en compte courant »	

réserves nettes de change, plus les autres facteurs (net), qui représentent l'incidence nette des postes résiduels du bilan agissant sur la liquidité du marché monétaire). Ces facteurs influencent la liquidité du système bancaire et sont qualifiés d'« autonomes » dans le jargon des banques centrales car ils ne résultent généralement pas de l'utilisation des instruments de politique monétaire ¹³.

Le deuxième élément est constitué par les réserves des établissements de crédit (avoirs des établissements de crédit en compte courant). La somme des facteurs autonomes et des réserves est égale à l'apport de liquidité réalisé par le biais des opérations de politique monétaire (somme des concours aux établissements de crédit et de la facilité

de prêt marginal, moins la facilité de dépôt).

Passant de cette analyse schématique au bilan effectif de l'Eurosystème, le tableau 4.4 fait apparaître la contribution des principaux éléments à la liquidité du système bancaire au cours de la période de constitution des réserves comprise entre le 24 mai 2003 et le 23 juin 2003. L'essentiel de l'apport de liquidité s'est effectué par la voie des opérations principales de refinancement. Des liquidités supplémentaires ont été apportées par le biais des opérations de refinancement à plus long terme. Les facilités permanentes et les autres opérations, telles que les opérations de réglage fin, n'exercent généralement qu'une influence marginale sur la liquidité du système bancaire.

La contribution des principaux éléments

¹³ Certains facteurs autonomes échappent au contrôle des autorités monétaires (les billets en circulation et les dépôts des administrations publiques). D'autres, comme les réserves nettes de change, peuvent être contrôlés par les autorités monétaires, mais les transactions portant sur ces actifs ne sont généralement pas liées aux opérations de politique monétaire (sauf dans le cas des *swaps* de change ; cf. encadré 4.2).

Tableau 4.4 Contributions à la liquidité du système bancaire

(milliards d'euros ; encours moyens journaliers du 24 mai 2003 au 23 juin 2003)

	Apports de liquidité (Actif)	Retraits de liquidité (Passif)	Contribution nette
Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème			
Opérations principales de refinancement	194,7	-	+ 194,7
Opérations de refinancement à plus long terme	45,0	-	+ 45,0
Autres opérations d' <i>open market</i>	0,0	0,0	0,0
Facilités permanentes	0,4	0,3	+ 0,1
Total (a)	240,1	0,3	+ 239,8
Facteurs autonomes agissant sur la liquidité bancaire			
Billets en circulation	-	373,2	- 373,2
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème	-	52,6	- 52,6
Réserves nettes de change	331,3	-	+ 331,3
Autres facteurs (net)	-	13,2	- 13,2
Total (b)	331,3	439,0	- 107,7
Réserves = Avoirs des établissements de crédit en compte courant auprès de l'Eurosystème			
Réserves obligatoires (c)			131,5
Excédent de réserves (d)			0,6
Total (a) + (b), (c) + (d)			132,1

Source : BCE

La deuxième partie du tableau 4.4 présente les facteurs autonomes. Les retraits de liquidité résultant des facteurs autonomes ont généralement pour origine les billets en circulation et les dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème. Les billets en circulation réduisent la liquidité du système bancaire car ils doivent être obtenus auprès de la banque centrale à laquelle les établissements de crédit doivent, par conséquent, emprunter des fonds. Les réserves nettes de change détenues par l'Eurosystème exercent un effet inverse sur la liquidité du système bancaire. Les achats de devises effectués par l'Eurosystème injectent des liquidités dans le système bancaire et réduisent le recours à des opérations de politique monétaire d'apport de

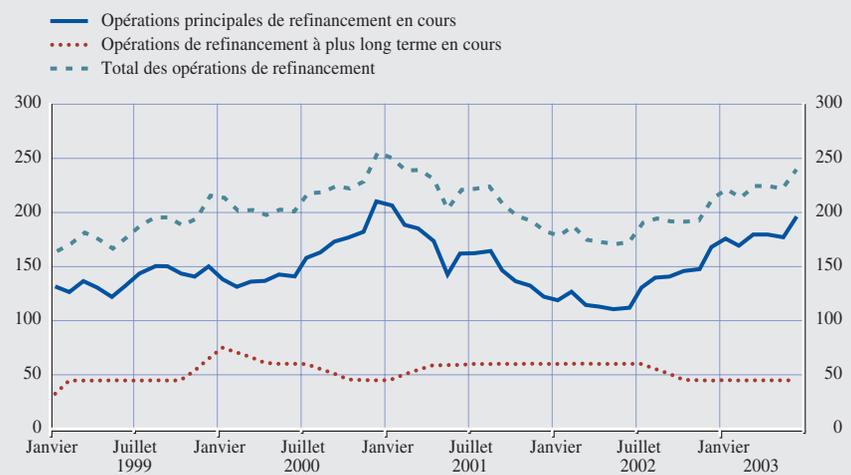
liquidité. Les réserves obligatoires exercent un effet de retrait de liquidité d'une importance comparable à celle des facteurs autonomes dans leur ensemble. L'écart entre les avoirs des établissements de crédit en compte courant auprès de l'Eurosystème et les réserves à constituer représente les excédents de réserves (lesquels, dans l'ensemble, sont demeurés à un très faible niveau, représentant environ 0,5 % des réserves obligatoires dans la zone euro).

Les graphiques 4.5 et 4.6 retracent l'évolution des principaux facteurs d'apport et de retrait de liquidité entre janvier 1999 et juin 2003. Le graphique 4.5 montre que l'essentiel de l'apport de liquidité s'est

L'importance relative des facteurs d'apport de liquidité

Graphique 4.5 Opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme, en volume

(milliards d'euros ; moyennes des positions quotidiennes au cours de la période de constitution)



Source : BCE

effectué par le biais des opérations principales de refinancement, reflétant le rôle essentiel joué par cet instrument de politique monétaire. Des liquidités supplémentaires ont été allouées par l'intermédiaire des opérations de refinancement à plus long terme. Comme l'indique le graphique 4.5, ce montant s'est établi entre 45 milliards d'euros et 75 milliards pendant la période sous revue.

L'importance relative des facteurs de retrait de liquidité

Le graphique 4.6 présente l'évolution des deux principaux éléments à l'origine d'un déficit structurel de liquidité dans le système bancaire. Les réserves obligatoires ont généralement expliqué plus de la moitié du besoin total de refinancement du système bancaire. Les retraits de liquidité imputables aux facteurs autonomes ont varié dans le temps, reflétant en particulier la forte diminution de la circulation des billets avant le passage à l'euro fiduciaire en janvier 2002 et la reprise significative de la circulation après cette période.

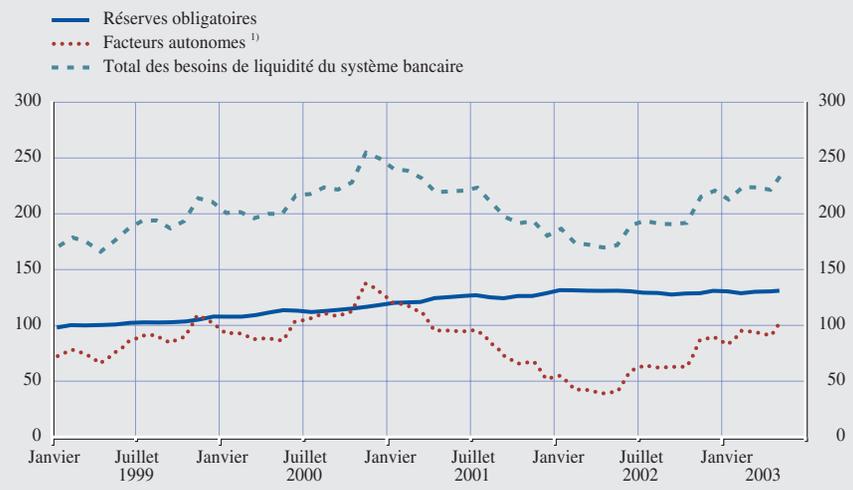
4.7 LE FONCTIONNEMENT DU CADRE OPÉRATIONNEL DE JANVIER 1999 À JUIN 2003

Le cadre opérationnel de l'Eurosystème fonctionne de façon satisfaisante depuis début 1999. Il a, dans l'ensemble, permis à la BCE de piloter de manière harmonieuse les conditions de la liquidité et les taux d'intérêt à court terme. Les seules exceptions ont été quelques épisodes d'insuffisance des soumissions et de soumissions excessives dans le cadre des opérations principales de refinancement. Toutefois, au cours des premières années de la phase III de l'UEM, la volatilité moyenne des taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire de la zone euro est demeurée faible par rapport à celle observée sur la plupart des autres marchés monétaires. Cette faible volatilité a été obtenue avec un recours très limité aux opérations de réglage fin, c'est-à-dire presque exclusivement en associant un système de réserves obligatoires avec

La faible volatilité des taux d'intérêt à court terme

Graphique 4.6 Réserves obligatoires et facteurs autonomes de la liquidité

(milliards d'euros ; moyennes des positions quotidiennes au cours de la période de constitution)



Source : BCE

1) Les facteurs autonomes correspondent aux billets en circulation plus les dépôts des administrations publiques plus les autres facteurs moins les réserves nettes de change.

constitution en moyenne et des opérations d'*open market* hebdomadaires.

La stabilité des conditions en vigueur sur le marché monétaire contribue à la transmission efficace de la politique monétaire à l'ensemble de l'économie. En outre, elle traduit la forte crédibilité dont bénéficie la banque centrale quant à ses capacités opérationnelles et de gestion de la liquidité.

taux marginal de l'adjudication et le taux de soumission minimal. De plus, la volatilité des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire est restée aussi modérée que pendant la période des appels d'offres à taux fixe.

Enfin, le cadre opérationnel englobant les opérations principales de refinancement hebdomadaires et les opérations de refinancement à plus long terme mensuelles a rempli les objectifs consistant, d'une part, à fournir des liquidités à long terme aux établissements de crédit et, d'autre part, à procurer à l'Eurosystème une souplesse suffisante pour piloter les évolutions de la liquidité avec suffisamment de précision à court terme. Le cadre opérationnel a également démontré sa robustesse face à une série de défis exceptionnels, tels que le passage à l'an 2000 et les attentats du 11 septembre 2001, et a fait preuve d'un degré très élevé de flexibilité dans des circonstances imprévues.

Un cadre opérationnel flexible

Le signalement clair de l'orientation de la politique monétaire

La conduite, jusqu'en juin 2000, d'opérations d'appels d'offres à taux fixe pour les opérations principales de refinancement a permis de signaler clairement l'orientation de la politique monétaire. Ce jugement positif sur la clarté du signal s'applique également à la procédure d'appels d'offres à taux variable assortie d'un taux de soumission minimal utilisée depuis juin 2000. Ce système a fonctionné de façon satisfaisante, comme l'illustre l'écart relativement faible constaté entre le

5 LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AU COURS DES PREMIÈRES ANNÉES D'EXISTENCE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE

Ce chapitre expose la façon dont la politique monétaire a été conduite dans la zone euro entre 1999 et la mi-2003. Au cours de cette période, la zone euro a été confrontée à une série de chocs économiques dont la nature, l'importance et la durée ont varié dans le temps. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a pris ses décisions de politique monétaire en mettant clairement l'accent sur le besoin de maintenir la stabilité des prix à moyen terme.

5.1 INTRODUCTION

La priorité au maintien de la stabilité des prix à moyen terme

Depuis le début de la phase III de l'UEM, en 1999, la conduite de la politique monétaire dans la zone euro est guidée par l'objectif principal de maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Dans l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs s'est toujours appuyé sur le cadre inclus dans sa stratégie de politique monétaire, comprenant une analyse approfondie des tendances, tant économiques que monétaires, de la zone euro (cf. chapitre 3).

Globalement, on peut distinguer trois phases en ce qui concerne l'orientation de la politique monétaire entre janvier 1999 et juin 2003 (cf. graphique 4.1). Au début 1999, une combinaison de facteurs qui avaient déjà affecté les pays adhérant à la zone euro en 1998 ont accru les risques à la baisse pesant sur la stabilité des prix dans la zone. En réaction à cette évolution, le Conseil des gouverneurs a décidé, en avril 1999, de ramener le taux appliqué aux opérations principales de refinancement à 2,5 %.

On peut distinguer trois phases : démarrage de la phase III jusqu'à l'été 1999...

Plus tard, entre l'été 1999 et fin 2000, les tensions inflationnistes se sont progressivement accrues, dans un contexte de forte croissance économique, d'augmentation des tensions sur les prix à l'importation entraînées par la hausse des cours du pétrole et l'affaiblissement du taux de change, et de croissance monétaire élevée. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a graduellement augmenté ses taux directeurs d'un total de 225 points de base entre novembre 1999 et octobre 2000.

... été 1999 à fin 2000...

Par la suite, après une période de signaux contrastés vers le passage à l'an 2000, dès le printemps 2001, les faits ont de plus en plus corroboré l'idée selon laquelle les tensions

... et une troisième à compter du printemps 2001

La modification de la fréquence des réunions du Conseil des gouverneurs évaluant l'orientation de la politique monétaire

Au cours des premières années de l'Union monétaire, le Conseil des gouverneurs a évalué l'orientation de la politique monétaire au cours de réunions organisées toutes les deux semaines. En novembre 2001, toutefois, il a décidé de ne plus évaluer — en principe — l'orientation de la politique monétaire que lors de sa première réunion du mois. Par conséquent, il a été annoncé que les décisions portant sur les taux d'intérêt seraient prises normalement au cours de cette réunion, tandis qu'à la seconde réunion du mois, le Conseil des gouverneurs se concentrerait sur les questions liées aux autres tâches et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème.

inflationnistes se réduisaient progressivement. Les principaux facteurs de réduction des tensions inflationnistes ont été la faiblesse de la croissance économique et le raffermissement du taux de change de l'euro, dans un contexte d'ajustement marqué sur les marchés financiers et d'incertitude géopolitique élevée. Dans cette configuration, le Conseil des gouverneurs a progressivement réduit les taux directeurs de la BCE de 275 points de base entre mai 2001 et juin 2003. Les défis auxquels la politique monétaire unique a été confrontée en quatre ans et demi d'existence sont expliqués plus en détail dans la section suivante.

5.2 LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS

Le transfert de la responsabilité de la politique monétaire à la BCE

Le processus de convergence menant à la phase III de l'UEM avait été achevé lorsque la BCE a commencé à assumer la responsabilité de la politique monétaire dans la zone euro,

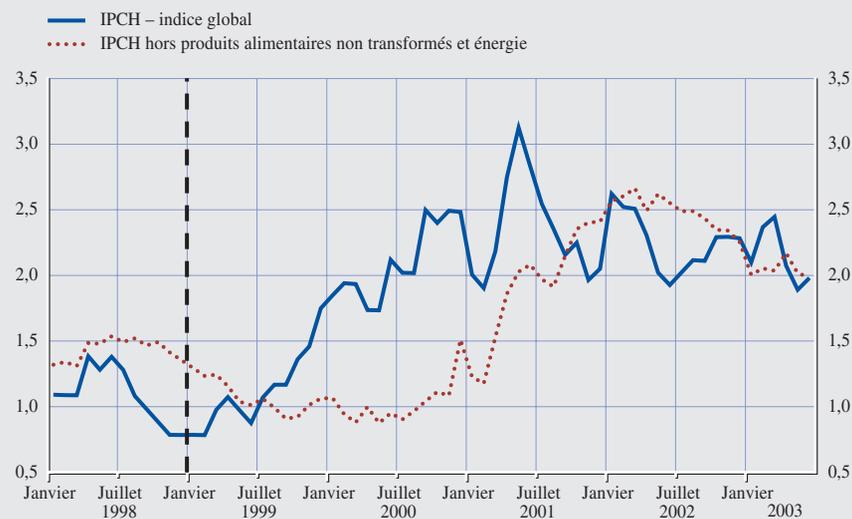
le 1^{er} janvier 1999. La stabilité des prix avait été réalisée dans les pays formant la zone euro, permettant au Conseil des gouverneurs de démarrer ses opérations à un moment où les taux d'intérêt atteignaient déjà des niveaux très bas. Le premier taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement a été fixé à 3 %, les taux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt étant fixés à, respectivement, 4,5 % et 2 %. Ces taux ont été annoncés le 22 décembre 1998, après la réduction coordonnée des taux directeurs, le 3 décembre, par l'ensemble des BCN des pays prêts à adopter l'euro dès le départ.

Au premier trimestre 1999, les évolutions de prix sont restées modérées, principalement en raison des effets de précédents chocs positifs affectant l'offre et liés, en particulier, à la baisse des cours du pétrole et à la déréglementation dans le secteur des services. Début 1999, l'inflation

Des risques à la baisse pour la stabilité des prix début 1999

Graphique 5.1 Inflation mesurée par l'IPCH

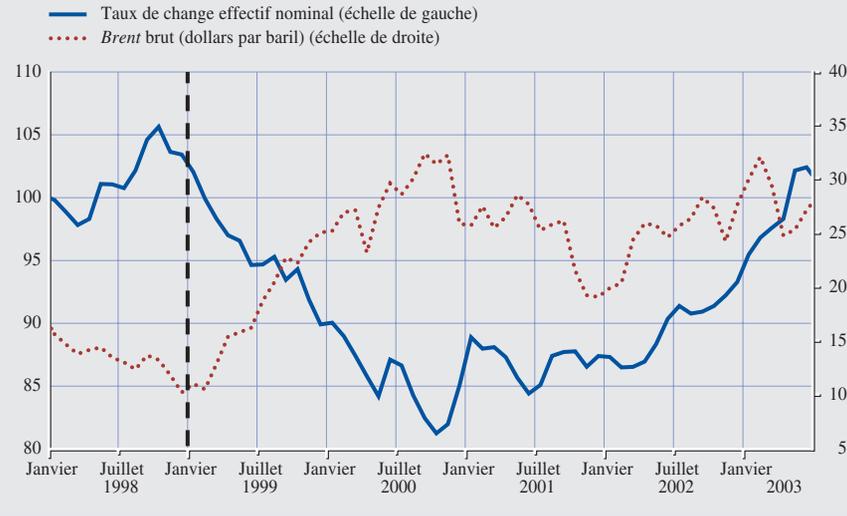
(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat

Graphique 5.2 Taux de change effectif nominal de l'euro et cours du pétrole

(moyennes mensuelles : indice T1 1999 = 100)



Sources : BCE et Reuter

mesurée par l'IPCH était inférieure à 1 % (cf. graphique 5.1). Dans cet environnement de faible inflation, des risques de détérioration de la croissance

économique sont apparus à la suite d'un affaiblissement de la demande extérieure résultant de la crise asiatique de fin 1997 et de la baisse de confiance

Graphique 5.3 M1 et concours au secteur privé

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Graphique 5.4 Croissance de M3 et valeur de référence

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

qui a fait suite aux turbulences sur les marchés financiers après la crise russe de l'été 1998. Il est donc devenu de plus en plus clair que les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme étaient orientés à la baisse. En même temps, toutefois, certains indicateurs étaient considérés comme indiquant la direction opposée. Malgré le ralentissement économique, la confiance des consommateurs restait relativement élevée. En outre, les cours du pétrole ont commencé à progresser à partir de la mi-février, et l'euro s'est déprécié légèrement en termes effectifs au cours des tout premiers mois de l'année (cf. graphique 5.2). Enfin, pendant la même période, les prêts au secteur privé augmentaient à un taux annuel d'environ 10 % (cf. graphique 5.3) et la croissance de M3 était également nettement au-dessus de la valeur de référence de 4,5 % retenue par la BCE (cf. graphique 5.4). Cependant, les évolutions monétaires n'étaient pas considérées comme

constituant des risques de hausse pour la stabilité des prix à ce moment-là, en partie parce que les écarts par rapport à la valeur de référence n'étaient ni importants ni persistants.

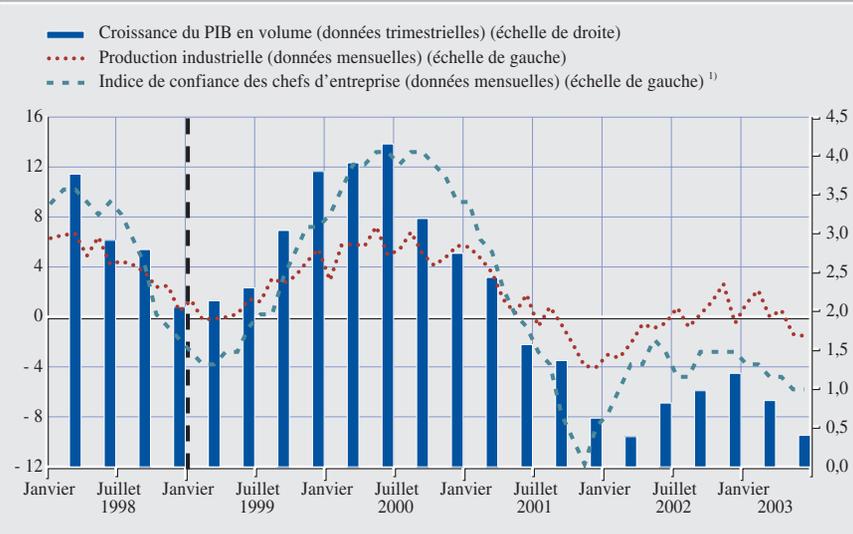
Compte tenu de ces considérations, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 8 avril 1999, de réduire le taux des opérations principales de refinancement de 50 points de base, pour le ramener à 2,5 %. Simultanément, le Conseil a réduit le taux de la facilité de prêt marginal à 3,5 % et celui de la facilité de dépôt à 1,5 %. Ces décisions étaient considérées comme une mesure de précaution appropriée en vue de préserver la stabilité des prix à moyen terme.

Il est ensuite apparu clairement, à partir de l'été 1999, que la croissance économique devait s'améliorer considérablement au cours de la seconde moitié de cette année et en 2000. En effet, à cette époque, la plupart

Les taux directeurs de la BCE ont été réduits en avril 1999

L'environnement économique s'est progressivement amélioré à partir de la mi-1999...

Graphique 5.5 PIB en volume, production industrielle et indice de confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro



Sources : Eurostat et enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs
 1) Écarts par rapport à la moyenne depuis janvier 1985

des indicateurs économiques réels indiquaient de plus en plus une reprise économique (cf. graphique 5.5).

... les prix à l'importation ont accru les tensions sur les prix...

Dans ces conditions, les évolutions des prix à l'importation ont accru les tensions sur les prix dans la zone euro. Les événements, du côté tant de l'offre que de la demande sur le marché pétrolier, ont entraîné une hausse constante des cours du pétrole entre la mi-1999 et fin 2000, tandis que le taux de change de l'euro se dépréciait fortement. Par conséquent, le taux de progression annuel de l'IPCH, dans la zone euro, a augmenté graduellement au cours de cette période, jusqu'à dépasser 2 %, limite supérieure de la définition de la stabilité des prix de la BCE. Pendant ce temps-là, les mesures de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie sont restées à des niveaux relativement bas, malgré une croissance économique assez dynamique. Cependant, les craintes de voir les tensions inflationnistes

provenant des prix à l'importation avoir des effets secondaires, par le biais du processus de fixation des salaires et des prix, et entraîner, par conséquent, une augmentation des anticipations d'inflation à long terme du grand public, allaient croissant (cf. graphique 5.6).

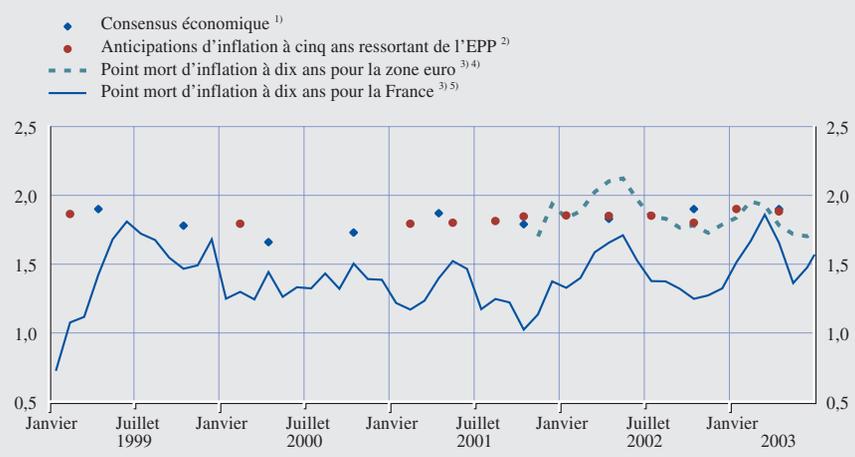
Une autre source de préoccupation a été le fait que la croissance monétaire annuelle a continué de s'accroître fortement, fin 1999 et début 2000, et a fini par atteindre des niveaux supérieurs à 6 %. La persistance de l'expansion monétaire montrait que d'abondantes liquidités avaient été progressivement accumulées. En outre, le taux annuel de croissance des prêts au secteur privé continuait d'osciller autour de 10 %.

... et l'expansion monétaire a persisté...

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a augmenté progressivement les taux directeurs de la BCE, de 225 points de base au total, entre novembre 1999 et octobre 2000. Fin 2000, ces décisions avaient porté

... ce qui a entraîné des hausses graduelles des taux directeurs de la BCE

Graphique 5.6 Indicateurs d'anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro



Sources : Trésor français, Reuter, Consensus économique et BCE

- 1) Enquête auprès des principaux prévisionnistes financiers et économiques publiée par *Consensus Economics Inc.*. Cette mesure des anticipations d'inflation à long terme correspond à un rythme annuel d'inflation à un horizon de six à dix ans.
- 2) Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) réalisée par la BCE, portant sur différentes variables à différents horizons. Les participants sont des experts attachés à des institutions établies dans l'Union européenne.
- 3) Le point mort d'inflation reflète la valeur moyenne des anticipations d'inflation sur la durée de vie de l'obligation indexée. Il correspond à la différence entre le rendement nominal d'une obligation classique et le rendement réel d'une obligation indexée sur l'inflation, émise par le même émetteur et assortie d'une échéance similaire.
- 4) Obligations émises par l'État français et indexées sur l'indice français des prix à la consommation hors tabac
- 5) Obligations émises par l'État français et indexées sur l'IPCH de la zone euro hors tabac

le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement¹⁴ à 4,75 %, et les taux des facilités de dépôt et de prêt marginal, à, respectivement, 3,75 % et 5,75 %.

intervention concertée sur les marchés de change par la BCE et les autorités monétaires des États-Unis, du Japon, du Royaume-Uni et du Canada. La BCE elle-même est de nouveau intervenue début novembre. À la suite de ces interventions, la tendance à la baisse du taux de change de l'euro s'est arrêtée fin 2000.

Principalement à la suite d'augmentations des prix des produits alimentaires non transformés, liées à des épizooties, le rythme annuel de l'IPCH a continué d'augmenter début 2001, atteignant un sommet à 3,4 % en mai (révisé plus tard à la baisse, à 3,1 %). En même temps, le rythme de croissance des salaires a progressé et a contribué à la hausse de l'inflation

Les interventions sur les marchés de change au cours de l'automne 2000

Ayant reculé constamment depuis fin 1998, le taux de change de l'euro était devenu de moins en moins conforme aux données économiques fondamentales saines de la zone euro et risquait de susciter d'importants déséquilibres, entraînant des effets néfastes pour l'économie mondiale et la stabilité des prix dans la zone. La dépréciation de l'euro a dès lors été abordée au G7, le 22 septembre 2000, à l'initiative de la BCE. La solution adoptée a revêtu la forme d'une

L'inflation IPCH a continué d'augmenter début 2001

¹⁴ En juin 2000, la BCE est passée d'un système d'appel d'offres à taux fixe à un système d'appel d'offres à taux variable, assorti d'un taux de soumission minimal, pour ses opérations principales de refinancement.

mesurée par l'IPCH hors prix des produits alimentaires non transformés et de l'énergie.

L'activité économique a commencé à montrer des signes de faiblesse fin 2000 et en 2001...

Ces tensions à court terme sur les prix ont quelque peu contrasté avec les évolutions économiques réelles. Fin 2000 déjà, l'économie mondiale montrait des signes de faiblesse. Les premières indications d'un ralentissement aux États-Unis, qui sont devenues apparentes après la forte baisse des cours boursiers par rapport aux sommets enregistrés début 2000, et la détérioration de la situation au Japon, ont suscité une incertitude croissante concernant les perspectives de croissance mondiale.

... également dans la zone euro...

Dans la zone euro également, quelques signes de ralentissement de la croissance économique sont apparus début 2001. En fait, toutes les prévisions disponibles fin 2000 et début 2001 prédisaient un ralentissement graduel de la croissance du PIB en volume dans la zone euro, vers des niveaux globalement conformes à la croissance potentielle, courant 2001. En outre, les risques pesant sur ces prévisions étaient de plus en plus orientés à la baisse, étant donné la détérioration des perspectives économiques internationales.

... et la croissance de la masse monétaire a également ralenti

La croissance de M3 a continué de ralentir début 2001 et le taux de progression annuel de M3 est resté à des niveaux inférieurs à la valeur de référence, par suite d'un ralentissement considérable de la croissance de ses composantes les plus liquides (y compris de l'agrégat étroit M1), reflétant probablement l'effet de la hausse des taux directeurs de la BCE depuis novembre 1999. Le taux annuel de progression des prêts au secteur privé a également fléchi dès le début de 2001.

Globalement, les évolutions monétaires et l'affaiblissement des perspectives de croissance économique ont annoncé une diminution des tensions inflationnistes. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé de réduire les taux directeurs de la BCE de 25 points de base, le 10 mai, ainsi que le 30 août 2001.

Le Conseil des gouverneurs a réduit les taux directeurs de la BCE en mai 2001

Les attentats du 11 septembre 2001, aux États-Unis, ont renforcé le climat d'incertitude régnant sur le plan économique et ont sapé la confiance. Ils étaient donc susceptibles de renforcer la tendance à la baisse de l'activité économique. Dans ces conditions, les perspectives de croissance économique s'étant déjà affaiblies, avant les attentats, dans la zone euro, les risques de ralentissement de la croissance économique se sont accrus, tandis que les tensions inflationnistes devaient s'atténuer. À l'issue d'une réunion extraordinaire organisée par voie de téléconférence, le 17 septembre 2001, le Conseil des gouverneurs a réduit les taux directeurs de la BCE de 50 points de base, agissant de concert avec le Système fédéral de réserve des États-Unis et d'autres banques centrales de par le monde qui avaient pris des décisions équivalentes. Cette décision a représenté une réaction exceptionnelle à des circonstances exceptionnelles et a reflété la conviction qu'une réponse rapide et concertée à ce choc touchant le monde entier était nécessaire.

Les attentats aux États-Unis ont été un choc majeur pour l'économie mondiale

Au lendemain des attentats, il est apparu de plus en plus clairement que l'activité économique, dans la zone euro, resterait faible au second semestre 2001 et début 2002. En même temps, l'effet des chocs qui avaient fait augmenter le niveau des prix et qui provenaient de la hausse des cours du pétrole et de la

Après le 11 septembre 2001, les tensions inflationnistes ont continué à s'estomper...

dépréciation du taux de change de l'euro en 1999 et 2000, ainsi que des hausses de prix des produits alimentaires enregistrées début 2001, commençait progressivement à se dissiper.

... tandis que la demande d'actifs liquides progressait dans un climat d'incertitude élevée

En outre, alors que la croissance monétaire était forte, ceci n'était pas considéré comme étant le signe de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix. En effet, il est apparu que la baisse continue des cours boursiers par rapport aux sommets observés début 2000 avait conduit bon nombre d'investisseurs à réorienter leurs placements vers des actifs à court terme plus sûrs et plus liquides. Ce processus s'est renforcé après les attentats terroristes contre les États-Unis, en septembre 2001, ceux-ci ayant accru l'incertitude sur les marchés financiers. Le ralentissement de la croissance des prêts au secteur privé dissipait également les craintes de tensions à la hausse sur les prix fin 2001.

Le Conseil des gouverneurs a de nouveau réduit ses taux directeurs en novembre 2001

Compte tenu de toutes ces évolutions, les taux directeurs de la BCE ont été réduits une nouvelle fois de 50 points de base, le 8 novembre 2001. Le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement est ainsi revenu à 3,25 %, tandis que les taux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal sont ressortis à, respectivement, 2,25 % et 4,25 %.

Les perspectives pour l'activité économique ont paru s'améliorer début 2002...

Au cours des premiers mois de 2002, les risques de ralentissement de la croissance économique liés aux attentats terroristes du 11 septembre ont paru s'estomper. Certains indicateurs annonçaient une reprise de l'activité économique dans la zone euro et dans l'économie mondiale en

général. En effet, une reprise modérée de la croissance du PIB en volume a été enregistrée dans la zone euro, début 2002. Cependant, malgré l'anticipation largement partagée d'une croissance économique en termes réels atteignant son potentiel au second semestre 2002, l'intensité de la reprise est restée entourée d'un degré d'incertitude exceptionnellement élevé, principalement en raison de la faiblesse et de la volatilité élevée persistant sur les marchés boursiers.

Au second semestre 2002, les préoccupations relatives aux perspectives économiques se sont intensifiées. La reprise s'est avérée plus faible que prévu. Les tensions géopolitiques au Moyen-Orient ont augmenté, comme en témoignait la hausse des cours du pétrole. En même temps, la fiabilité de l'information comptable et financière publiée par les sociétés suscitait des préoccupations croissantes. Ceci, joint aux données plus faibles que prévu concernant les bénéfices des sociétés, a continué à peser sur les cours des actions dans un contexte de volatilité élevée. Tous ces facteurs ont entraîné de nouvelles révisions à la baisse des anticipations de croissance économique dans la zone euro.

... mais se sont de nouveau détériorées après l'été

Néanmoins, l'inflation mesurée par l'IPCH est restée supérieure à 2 % en 2002. Cela était dû en partie à l'effet de mauvaises conditions météorologiques sur les prix des produits alimentaires, ainsi qu'au renchérissement du pétrole. Un certain effet de hausse sur les prix a également émané du passage à l'euro fiduciaire¹⁵, en particulier pour certains services, bien que l'incidence globale de celui-ci ait été faible. Le maintien à

L'inflation mesurée par l'IPCH est restée relativement élevée...

¹⁵ Au début de la phase III de l'UEM, les billets et pièces étaient encore libellés dans les anciennes monnaies nationales remplacées par l'euro. Les billets et pièces en euro ont été introduits le 1er janvier 2002.

un niveau assez élevé des composantes moins volatiles de l'inflation, dans un contexte d'activité économique morose, et la persistance d'une croissance relativement forte des salaires nominaux, en dépit de la hausse du chômage, suscitaient quelques préoccupations pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

... en dépit de nombreux éléments indiquant une réduction des tensions inflationnistes à moyen terme

Cependant, la faiblesse de l'activité économique était de plus en plus considérée comme un facteur qui finirait par limiter les risques de hausse potentiels pesant sur la stabilité des prix, les risques liés aux salaires étant moins susceptibles de se concrétiser dans ce contexte. En outre, l'appréciation du taux de change de l'euro, dès le printemps 2002, a contribué à réduire encore les tensions inflationnistes.

La croissance monétaire est demeurée forte en 2002 et début 2003

La croissance monétaire a continué à être forte en 2002 et début 2003. Comme en 2001, ceci résultait en partie de la volatilité élevée sur les marchés financiers, ce qui a accentué la préférence des investisseurs pour les actifs financiers à court terme liquides et moins risqués. En même temps, toutefois, ceci reflétait également les taux d'intérêt relativement bas dans la zone euro en 2002. Cependant, compte tenu de la faible activité économique en vigueur dans la zone euro et de la poursuite d'une croissance modérée du crédit, les risques inflationnistes liés à la forte croissance monétaire ont été considérés comme peu importants.

En conséquence, les taux directeurs de la BCE ont été ramenés à des niveaux très bas

Compte tenu de toutes ces évolutions, le Conseil des gouverneurs a encore réduit les taux directeurs de la BCE entre décembre 2002 et juin 2003, soit de 125 points de base au total. Ces décisions ont fourni un certain contrepoids aux divers facteurs ayant

un effet négatif sur l'activité économique et ont ainsi amélioré les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Par ces décisions, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement a atteint 2 % en juin 2003. Les taux appliqués à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt ont alors été ramenés à, respectivement, 3 % et 1 %.

5.3 UNE ÉVALUATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AU COURS DE CETTE PÉRIODE

Dans les premières années de son existence, la politique monétaire unique a dû être menée dans un environnement très complexe, dans lequel une série de chocs différents a profondément affecté les évolutions de prix à court terme. Ces chocs ont été, entre autres, le triplement des cours du pétrole entre le début de 1999 et la mi-2000, une forte dépréciation du taux de change de l'euro au cours de cette période et, en 2001, des hausses de prix des produits alimentaires résultant d'une série d'épizooties. Dans cet environnement de menaces à la hausse pesant sur les prix, il importait que la politique monétaire empêche ces évolutions de se répercuter sur les anticipations d'inflation et de se transformer en spirales de salaires et de prix.

Dans un environnement complexe de tensions inflationnistes à court terme...

En même temps, la politique monétaire devait réagir à ces chocs grâce à une orientation à moyen terme appropriée en vue de limiter la volatilité dans les évolutions de la production. Cette orientation à moyen terme impliquait également que la politique monétaire passe en revue les évolutions de prix à court terme afin d'orienter de manière appropriée les évolutions de prix à plus long terme.

...la BCE a agi dans une perspective de moyen terme...

... et a
maintenu sa
crédibilité

En dépit d'une série de chocs défavorables sur le rythme d'inflation, le taux annuel moyen de hausse de l'IPCH dans la zone euro, entre janvier 1999 et juin 2003, n'a été que légèrement supérieur à 2 %, limite supérieure de la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE. En même temps, il convient de signaler que, depuis le début de 1999, tous les indicateurs d'anticipations d'inflation à long terme, dans la zone euro, sont restés presque constamment inférieurs à 2 %, mais proches de ce pourcentage. Il est à noter également que les anticipations d'inflation sont restées à ces niveaux en période tant de hausse que de baisse des tensions inflationnistes. Ceci est vrai non seulement pour les anticipations d'inflation à long terme indiquées par les enquêtes d'économistes privés, mais peut s'observer également dans les anticipations d'inflation à long terme contenues dans les cours des obligations (cf. graphique 5.6). Ceci indique que le public et les marchés ont cru dans la détermination de la BCE à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Il s'agit d'indications positives du fait que, dès le départ, la BCE a pu asseoir sa crédibilité et convaincre le public, ainsi que les marchés, de son intention d'honorer son engagement à maintenir la stabilité des prix à moyen terme.

ANNEXE

RÉSUMÉ HISTORIQUE : LES TROIS ÉTAPES DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

En juin 1988, le Conseil européen a confirmé l'objectif de réalisation progressive d'une union économique et a chargé un comité présidé par Jacques Delors, alors président de la Commission européenne, d'étudier et de proposer les étapes concrètes menant à cette union. Le comité se composait des gouverneurs des banques centrales nationales de la CE, d'Alexandre Lamfalussy, à l'époque directeur général de la Banque des règlements internationaux, de Niels Thygesen, professeur d'économie à Copenhague, et de Miguel Boyer, alors président du Banco Exterior de España. Le « Rapport Delors » qui en est résulté proposait que l'Union économique et monétaire se fasse en trois étapes distinctes, mais progressives.

La première phase de l'UEM

Sur la base du « Rapport Delors », le Conseil européen a décidé, en juin 1989, que la première phase de la réalisation de l'Union économique et monétaire devait commencer le 1^{er} juillet 1990, date à laquelle, en principe, toutes les restrictions aux mouvements de capitaux entre États membres seraient abolies. Le Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne, qui avait joué un rôle de plus en plus important dans la coopération monétaire depuis sa création en mai 1964, a alors reçu des responsabilités supplémentaires. Celles-ci figurent dans une décision du Conseil du 12 mars 1990 et incluent la tenue de consultations sur les politiques monétaires des États membres et la promotion de la coordination de ces politiques, en vue d'atteindre la stabilité des prix. Compte tenu du temps disponible relativement court et de la complexité des tâches qu'ils impliquaient, les travaux préparatoires à la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM) ont également été lancés par le Comité des gouverneurs. La première étape consistait à identifier toutes les questions qui devraient être examinées à un stade précoce, à établir un programme de travail pour la fin de 1993 et à définir en conséquence les mandats des sous-comités et groupes de travail existants, établis à cet effet.

Pour la réalisation de la phase II et de la phase III, il était nécessaire de procéder à un réexamen du traité instituant la Communauté économique européenne (le « traité de Rome ») afin d'établir la structure institutionnelle requise. À cet effet, une conférence intergouvernementale sur l'UEM a été réunie et organisée en 1991, parallèlement à la Conférence intergouvernementale sur l'union politique. Les négociations ont abouti au traité sur l'Union européenne, qui a été adopté en décembre 1991 et signé à Maastricht le 7 février 1992. Cependant, en raison de retards dans le processus de ratification, le Traité (qui amendait le traité instituant la Communauté économique européenne — changeant sa dénomination en traité instituant la Communauté européenne — et introduisait, entre autres, le Protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, ainsi que le Protocole sur les statuts de l'Institut monétaire européen) n'est entré en vigueur que le 1^{er} novembre 1993.

La phase II de l'UEM : la création de l'IME et de la BCE

La création de l'Institut monétaire européen (IME), le 1^{er} janvier 1994, a marqué le début de la deuxième phase de l'UEM et la fin du Comité des gouverneurs. Le caractère transitoire de l'IME reflétait également l'état de l'intégration monétaire au sein de la Communauté. L'IME n'assumait pas la responsabilité de la conduite de la politique monétaire dans l'Union européenne — celle-ci restant la prérogative des autorités nationales — et n'exerçait pas de compétences dans l'exécution d'interventions de change.

Les deux tâches principales de l'IME consistaient à :

- a) renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires ;
- b) assurer les préparatifs nécessaires à la création du Système européen de banques centrales (SEBC), à la conduite de la politique monétaire unique et à la création d'une monnaie unique au cours de la phase III.

À cet effet, l'IME a fourni un forum de consultation et d'échange de vues et d'informations sur les questions de politique économique, et a précisé le cadre réglementaire, organisationnel et logistique nécessaire afin de permettre au SEBC de remplir ses tâches au cours de la phase III.

En décembre 1995, le Conseil européen a convenu d'appeler « euro » l'unité monétaire européenne à introduire au début de la phase III de l'UEM, et a confirmé que cette phase commencerait le 1^{er} janvier 1999. Une suite chronologique d'événements a été annoncée au préalable pour le passage à l'euro. Ce scénario était fondé essentiellement sur des propositions détaillées élaborées par l'IME. En même temps, la tâche consistant à effectuer les travaux préparatoires concernant les rapports monétaires et de change futurs entre les pays de la zone euro et d'autres pays de l'UE a été confiée à l'IME. En décembre 1996, l'IME a présenté son rapport au Conseil européen. Ce rapport jetait les bases d'une résolution du Conseil européen sur les principes et éléments fondamentaux du nouveau mécanisme de change (MCE II), qui a été adoptée en juin 1997.

En décembre 1996, l'IME a également présenté au Conseil européen, puis au public, la série de maquettes sélectionnées pour les billets en euros à mettre en circulation le 1^{er} janvier 2002.

Afin de compléter et de préciser les dispositions du traité sur l'UEM, le Conseil européen a adopté le Pacte de stabilité et de croissance en juin 1997. Deux règlements constituent ce Pacte, qui vise à assurer la discipline budgétaire au sein de l'UEM. Le Pacte a été complété et les engagements respectifs ont été renforcés par une déclaration du Conseil, en mai 1998.

Le 2 mai 1998, le Conseil de l'Union européenne, réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, a décidé à l'unanimité que onze États membres (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal) avaient rempli les conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique le 1^{er} janvier 1999. Ces pays allaient, par conséquent, participer à la phase III de l'UEM. Les chefs d'État ou de gouvernement ont également conclu un accord politique sur les personnes à

recommander pour une nomination en qualité de membres du Directoire de la BCE.

Parallèlement, les ministres des Finances des États membres adoptant la monnaie unique ont convenu avec les gouverneurs des banques centrales nationales de ces États membres, la Commission européenne et l'IME que les cours pivots bilatéraux en vigueur dans le MCE des monnaies des États membres participants serviraient à déterminer les taux de conversion irrévocables pour l'euro.

Le 25 mai 1998, les gouvernements des onze États membres participants ont nommé le président, le vice-président et les quatre autres membres du Directoire de la BCE. Leur nomination est entrée en vigueur le 1^{er} juin 1998 et a marqué la naissance de la BCE. La BCE et les banques centrales nationales des États membres participants constituent l'Eurosystème, qui formule et définit la politique monétaire unique au cours de la phase III de l'UEM.

Avec la création de la BCE, le 1^{er} juin 1998, l'IME avait accompli ses missions. Conformément aux dispositions de l'article 123 (ex article 109I) du traité instituant la Communauté européenne, l'IME a été liquidé dès l'instauration de la BCE. Tous les travaux préparatoires confiés à l'IME ont été conclus en temps opportun et le reste de l'année 1998 a été consacré par la BCE au test final des systèmes et des procédures.

La phase III de l'UEM : la fixation irrévocable des taux de change

Le 1^{er} janvier 1999, la troisième et dernière phase de l'UEM a commencé avec la fixation irrévocable des taux de change des monnaies des onze États membres participant dès le début à l'Union monétaire ainsi qu'avec la conduite d'une politique monétaire unique, placée sous la responsabilité de la BCE.

Le nombre d'États membres participants est passé à douze le 1^{er} janvier 2001, lorsque la Grèce est entrée dans la phase III de l'UEM. Depuis ce jour, la Banque de Grèce fait partie de l'Eurosystème. La participation de la Grèce a fait suite à une décision prise le 19 juin 2000 par le Conseil de l'UE — réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement —, selon laquelle la Grèce remplissait les critères de convergence.

GLOSSAIRE

Accord de pension (*repurchase agreement*) : convention par laquelle un actif est cédé et racheté à un prix déterminé, à une échéance fixée ou sur demande. Ce type de convention est similaire au prêt garanti, à l'exception du fait que le vendeur ne conserve pas la propriété des titres. Les pensions sont incluses dans **M3** dans les cas où le vendeur est une **institution financière monétaire (IFM)** et la contrepartie un résident non-IFM de la **zone euro**.

Accord de taux futur [*forward rate agreement (FRA)*] : accord aux termes duquel une partie s'engage à verser à une autre partie un taux d'intérêt défini sur un montant de principal donné durant une période déterminée commençant à une date ultérieure fixée.

Actif de niveau 1 (*tier one asset*) : titre négociable satisfaisant à certains critères d'éligibilité uniformes définis par la **Banque centrale européenne (BCE)** à l'échelle de la **zone euro**.

Actif de niveau 2 (*tier two asset*) : titre négociable ou non négociable satisfaisant à des critères d'éligibilité spécifiques établis par une banque centrale nationale et soumis à l'approbation de la **Banque centrale européenne (BCE)**.

Administrations publiques (*general government*) : conformément aux définitions du **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**, elles recouvrent l'administration centrale, les administrations locales et d'États fédérés et les administrations de sécurité sociale.

Agrégats monétaires (*monetary aggregates*) : **monnaie fiduciaire** augmentée des encours de certains passifs présentant un degré assez élevé de liquidité des **institutions financières monétaires (IFM)** détenus par des résidents de la zone euro non-IFM autres que l'administration centrale. L'agrégat monétaire étroit **M1** a été défini comme étant la somme de la monnaie fiduciaire et des **dépôts à vue**. L'agrégat monétaire « intermédiaire » **M2** comprend M1 plus les **dépôts à terme** d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les **dépôts remboursables avec un préavis** inférieur ou égal à trois mois. L'agrégat monétaire large **M3** comprend M2 plus les **pensions**, les **titres d'OPCVM monétaires** ainsi que les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. Le **Conseil des gouverneurs** a annoncé une valeur de référence pour la croissance de M3 (cf. **valeur de référence pour la croissance monétaire**).

Appel d'offres normal (*standard tender*) : procédure utilisée par l'**Eurosystème** dans le cadre de ses **opérations d'open market** régulières. Les appels d'offres normaux sont effectués dans un délai de 24 heures. Toutes les **contreparties** qui remplissent les critères généraux d'éligibilité sont habilitées à soumissionner.

Appel d'offres à taux fixe (*fixed rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle le taux d'intérêt est annoncé à l'avance par la banque centrale et où les

contreparties participantes soumissionnent pour le montant auquel elles souhaitent être servies à ce taux.

Appel d'offres à taux variable (*variable rate tender*) : procédure d'appel d'offres dans laquelle les soumissions des **contreparties** portent à la fois sur le montant qu'elles souhaitent obtenir de la banque centrale et sur le taux d'intérêt auquel elles veulent participer à l'opération.

Assiette des réserves (*reserve base*) : ensemble des éléments du bilan (en particulier les exigibilités) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Banque centrale européenne (BCE) [*European Central Bank (ECB)*] : la BCE est au centre du **Système européen de banques centrales (SEBC)** et de l'**Eurosystème** et elle est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit communautaire. Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, soit par ses activités propres, soit par l'intermédiaire des banques centrales nationales, conformément aux statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

Base monétaire (*monetary base*) : constituée par la monnaie fiduciaire (billets et pièces en circulation), les réserves des contreparties auprès de l'**Eurosystème** et les recours à la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Ces éléments figurent au passif du bilan de l'Eurosystème. Les réserves peuvent être réparties entre réserves obligatoires et excédents de réserves. Dans le cadre du système de réserves obligatoires de l'Eurosystème, les contreparties sont tenues de constituer les réserves exigées auprès des BCN. Outre ces réserves obligatoires, les établissements de crédit ne détiennent généralement, à titre volontaire, qu'un faible montant d'excédents de réserves auprès de l'Eurosystème.

Bilan consolidé des IFM (*consolidated MFI balance sheet*) : il est obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des IFM entre elles (prêts entre IFM et dépôts auprès des IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les actifs et les passifs du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la zone euro ne faisant pas partie de ce secteur (**administrations publiques** et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Ce bilan consolidé constitue la principale source statistique pour le calcul des **agrégats monétaires** et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

Comité économique et financier (CEF) [*Economic and Financial Committee (EFC)*] : organe communautaire consultatif institué au début de la **phase III** de l'**Union économique et monétaire (UEM)**. Les **États membres**, la **Commission européenne** et la **Banque centrale européenne (BCE)** nomment chacun au maximum deux membres du Comité. Chaque État membre choisit un membre parmi les hauts responsables de l'administration nationale et l'autre parmi les hauts responsables de la banque centrale nationale. Cependant, les membres des banques centrales nationales ne participent aux réunions du CEF que lorsque sont traitées des questions faisant appel à l'expertise ou à la compétence

spécifiques de leur institution. L'article 114 (2) du **Traité** dresse une liste des missions du Comité économique et financier.

Commission européenne (*European Commission*) : institution de la Communauté européenne qui assure l'application des dispositions du **Traité**. La Commission met en place des politiques communautaires, propose la législation communautaire et exerce des pouvoirs dans des domaines spécifiques. Dans le domaine économique, la Commission propose les Grandes orientations des politiques économiques au sein de la Communauté et fait également rapport au **Conseil de l'UE** sur les évolutions et les politiques économiques. Elle assure le suivi des finances publiques dans le cadre de la surveillance multilatérale et présente des rapports au Conseil.

Conseil (*Council*) : cf. **Conseil de l'UE**

Conseil Ecofin (*Ecofin Council*) : cf. **Conseil de l'UE**

Conseil européen (*European Council*) : donne à l'Union européenne l'élan nécessaire à son développement et définit les orientations politiques générales à cet effet. Il réunit les chefs d'État ou de gouvernement des **États membres** et le Président de la **Commission européenne** (cf. **Conseil de l'UE**).

Conseil général (*General Council*) : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des banques centrales nationales de l'UE.

Conseil des gouverneurs (*Governing Council*) : organe de décision suprême de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il se compose de l'ensemble des membres du **Directoire** de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des pays ayant adopté l'**euro**.

Conseil de l'UE (*EU Council*) : institution de la Communauté européenne composée de représentants des gouvernements des **États membres**, habituellement les ministres ayant en charge les questions à examiner (on parle dès lors souvent du Conseil des ministres). Quand il réunit les ministres de l'Économie et des Finances, le Conseil de l'UE est généralement appelé Conseil **Ecofin**. En outre, le Conseil de l'UE peut se réunir au niveau des chefs d'État ou de gouvernement (cf. **Conseil européen**).

Contrat à terme sur instruments financiers (*futures contract*) : engagement d'acheter ou de vendre des titres ou une matière première à un prix convenu à l'avance à une date ultérieure fixée.

Contrepartie (*counterparty*) : co-contractant à une transaction financière (par exemple, tout établissement traitant avec la banque centrale).

Coût d'opportunité (*opportunity cost*) : mesure des coûts liés à la détention d'un actif, généralement calculée comme étant l'écart entre le rendement d'un autre actif et le rendement propre de l'actif détenu.

Créances sur les résidents de la zone euro (*credit to euro area residents*) : mesure large du financement, par le secteur des **institutions financières monétaires (IFM)**, des résidents non-IFM de la zone euro (dont les **administrations publiques** et le secteur privé). Elle comprend les **prêts aux résidents de la zone euro** et les portefeuilles de titres des IFM émis par des résidents de la **zone euro**. Ces derniers recouvrent les actions, les autres participations et les **titres de créance**. Dans la mesure où les titres peuvent être considérés comme une source de fonds susceptible de se substituer aux prêts et où certains prêts peuvent être titrisés, cette définition fournit des informations plus précises sur le montant total de financement accordé par le secteur des IFM à l'économie qu'une définition étroite portant uniquement sur les prêts.

Critères de convergence (*convergence criteria*) : critères définis à l'article 121 (1) du **Traité** (et exposés plus en détail au Protocole n° 21) et servant de base pour évaluer la capacité d'un pays à adopter l'euro. Ils ont trait aux résultats en matière de **stabilité des prix**, de situation des finances publiques, de taux de change et de taux d'intérêt à long terme. Ils examinent également si la législation nationale, y compris les statuts des banques centrales nationales, est compatible à la fois avec le Traité et avec les statuts du **Système européen de banques centrales** et de la **Banque centrale européenne**.

Déflation (*deflation*) : baisse du niveau général des prix, par exemple de l'indice des prix à la consommation.

Degré d'ouverture (*degree of openness*) : mesure du degré de dépendance d'une économie vis-à-vis des échanges commerciaux avec d'autres pays ou régions, correspondant par exemple au ratio du montant total des importations et des exportations par rapport au PIB.

Demande de monnaie (*money demand*) : relation économique fondamentale qui représente la demande d'encaisses monétaires des agents autres que les **institutions financières monétaires (IFM)**. La demande de monnaie est souvent exprimée comme une fonction des prix et de l'activité économique, ce qui permet d'évaluer le niveau des transactions dans l'économie, et aussi de certaines variables de taux d'intérêt, qui mesurent les **coûts d'opportunité** liés à la détention de monnaie.

Dépôts remboursables avec préavis (*deposits redeemable at notice*) : dépôts d'épargne pour lesquels le détenteur doit respecter un préavis fixé avant de pouvoir retirer ses fonds. Dans certains cas, il est possible de retirer, sur demande, un montant spécifié durant une période définie ou d'effectuer un retrait anticipé moyennant le paiement d'une pénalité. Les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois sont compris dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux qui sont assortis d'un préavis plus long figurent dans les engagements financiers à long terme (à caractère non monétaire) du secteur des IFM.

Dépôts à terme (*deposits with an agreed maturity*) : principalement composés de dépôts à terme assortis d'une échéance donnée et susceptibles, en fonction des pratiques nationales, de donner lieu au paiement d'une pénalité en cas de retrait anticipé. Ils comprennent également certains titres de créance non négociables, tels que les certificats de dépôt nominatifs (de faible montant). Les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans sont inclus dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux d'une durée supérieure à deux ans font partie des engagements financiers à long terme (à caractère non monétaire) du secteur des IFM.

Dépôts à vue (*overnight deposits*) : dépôts assortis d'une échéance de 24 heures. Cette catégorie d'instruments comprend principalement les dépôts qui sont entièrement mobilisables par chèque ou par instrument similaire, mais aussi les dépôts non mobilisables et convertibles en numéraire sur demande ou à la clôture du jour suivant. Les dépôts à vue sont inclus dans **M1** (et, par conséquent, dans **M2** et **M3**).

Directoire (*Executive Board*) : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des **États membres** ayant adopté l'**euro**.

Écart de production (*output gap*) : différence entre les niveaux observé et potentiel de la production d'une économie, exprimée en pourcentage de la production potentielle. La production potentielle correspond au niveau de production pouvant être obtenu lorsque les facteurs de production sont utilisés à des niveaux non inflationnistes.

Écu (unité de compte européenne) [*ECU (European Currency Unit)*] : avant la **phase III** de l'UEM, l'écu était un panier de monnaies composé de la somme de montants fixes de 12 des 15 monnaies des **États membres** de l'UE. Sa valeur était une moyenne pondérée de la valeur des monnaies qui le composaient. L'écu a été remplacé par l'euro au taux de un pour un, le 1^{er} janvier 1999.

Élargissement de l'UE (*EU enlargement*) : en 2003, au total 13 pays d'Europe centrale et orientale et du pourtour méditerranéen ont été reconnus par le **Conseil européen** comme étant candidats à l'adhésion à l'Union européenne (UE). Les dix pays suivants ont signé le Traité d'adhésion afin de rejoindre l'UE le 1^{er} mai 2004 : la République tchèque, l'Estonie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, Malte, la Pologne, la Slovénie et la Slovaquie. Deux autres pays, la Bulgarie et la Roumanie, ont entamé des négociations en 2003 en vue d'une adhésion et ont la perspective d'entrer dans l'UE en 2007. La Turquie est, elle aussi, officiellement candidate à l'adhésion.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) [*Eonia (euro overnight index average)*] : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, tels que communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (*credit institution*) : établissement répondant à la définition de l'article 1 (1) de la Directive 2000/12/CE du **Parlement européen** et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, modifiée par la Directive 2000/28/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 septembre 2000. En conséquence, un établissement de crédit est (1) une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ; ou (2) une entreprise ou toute autre personne morale, autre qu'un établissement de crédit au sens du (1), qui émet des moyens de paiement sous la forme de « monnaie électronique » (par monnaie électronique, on entend une valeur monétaire représentant une créance sur l'émetteur qui est : (a) stockée sur un support électronique ; (b) émise contre la remise de fonds d'un montant dont la valeur n'est pas inférieure à la valeur monétaire émise ; et (c) acceptée comme moyen de paiement par des entreprises autres que l'émetteur).

État membre (*member State*) : pays membre de l'Union européenne

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [*Euribor (euro interbank offered rate)*] : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en **euros** à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'une échéance d'une semaine et de un à douze mois ; il s'agit de la moyenne, arrondie à trois décimales, des taux offerts quotidiennement par un panel représentatif de banques de premier rang.

Euro (*Euro*) : nom retenu par le **Conseil européen**, lors du sommet de Madrid des 15 et 16 décembre 1995, pour désigner la monnaie unique européenne.

Eurostat (*Eurostat*) : office statistique des Communautés européennes, Eurostat fait partie de la **Commission européenne** et est responsable de l'établissement des statistiques de la Communauté.

Eurosystème (*Eurosystem*) : système de banque centrale de la **zone euro**. Il comprend la **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales des **États membres** ayant adopté l'euro au cours de la **phase III** de l'**Union économique et monétaire (UEM)** (cf. **zone euro**). En 2003, l'Eurosystème comptait douze banques centrales nationales.

Facilité de dépôt (*deposit facility*) : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une banque centrale nationale, des **dépôts à vue** rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Facilité permanente (*standing facility*) : facilité de la banque centrale dont les **contreparties** peuvent bénéficier à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux facilités permanentes à 24 heures : la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Facilité de prêt marginal (*marginal lending facility*) : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'obtenir auprès d'une banque

centrale nationale des crédits à vue à un taux d'intérêt prédéterminé contre des actifs admis en garantie (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Fonds de pension (*pension fund*) : provisions ou fonds similaires constitués par les sociétés non financières en vue du paiement des retraites de leurs salariés.

Garanties (*collateral*) : actifs livrés (aux banques centrales par les **établissements de crédit**, par exemple) en garantie du remboursement de prêts, ou actifs cédés (par les établissements de crédit aux banques centrales, par exemple) dans le cadre d'**accords de pension**.

Grandes orientations des politiques économiques (GOPE) [*broad economic policy guidelines (BEPGs)*] : adoptées par le **Conseil de l'UE**, elles servent de cadre à la définition des objectifs et orientations des **États membres** et de la Communauté européenne en matière de politique économique.

Indépendance de la banque centrale (*central bank independence*) : disposition juridique garantissant qu'une banque centrale est en mesure d'accomplir ses missions et ses devoirs sans interférence du politique. L'article 108 du **Traité** définit le principe d'indépendance de la banque centrale pour la zone euro.

Indicateurs avancés (*leading indicators*) : variables économiques qui anticipent ou contiennent des informations permettant de prévoir les évolutions futures d'autres variables.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [*harmonised index of consumer prices (HIPC)*] : indice des prix à la consommation dont la méthodologie statistique a été harmonisée pour un ensemble de pays.

Inflation (*inflation*) : augmentation du niveau général des prix, par exemple de l'indice des prix à la consommation.

Institut monétaire européen (IME) (*European Monetary Institute [(EMI)*] : institution à caractère temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le 1^{er} janvier 1994. Les deux missions principales de l'IME consistaient à renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires, et à effectuer les préparatifs nécessaires à la mise en place du **Système européen de banques centrales (SEBC)** en vue de la conduite de la politique monétaire unique et de la création d'une monnaie unique en **phase III**. Il a été mis en liquidation, le 1^{er} juin 1998, après l'instauration de la **Banque centrale européenne (BCE)**.

Institutions financières monétaires (IFM) [*monetary financial institutions (MFIs)*] : institutions financières qui forment le secteur émetteur de monnaie de la zone euro. Elles incluent l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents (tels que définis par la législation communautaire), ainsi que toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement d'**OPCVM monétaires**.

M1, M2, M3 : cf. **agrégats monétaires**

Marché d'actions (*equity market*) : marché sur lequel sont émises et négociées les actions. Ces titres confèrent à leur porteur un droit de propriété partiel sur le capital d'une entreprise. La principale différence avec les titres de créance réside dans le fait que les actions n'ont pas à être remboursées par leur émetteur.

Marché boursier (*stock market*) : cf. **marché d'actions**

Marchés de capitaux (*financial markets*) : marchés sur lesquels ceux qui disposent d'une capacité de financement prêtent à ceux qui affichent un besoin de financement.

Marché d'instruments dérivés (*derivatives market*) : marché sur lequel sont émis et négociés des contrats financiers, dont la valeur est liée au cours des titres sous-jacents, aux taux d'intérêt, aux taux de change, à des indices boursiers ou au cours des matières premières. Les principales catégories d'instruments dérivés sont les **contrats à terme sur instruments financiers**, les **options**, les **swaps** et les **accords de taux futurs**.

Marché monétaire (*money market*) : marché sur lequel sont collectés, placés et négociés des fonds à court terme, à l'aide d'instruments dont la durée initiale est généralement inférieure ou égale à un an.

Marché obligataire (*bond market*) : marché sur lequel sont émis et négociés les **titres de créance** à long terme.

MCE (mécanisme de change) [*ERM (exchange rate mechanism)*] : le mécanisme de change et d'intervention du **Système monétaire européen** permettait de définir le taux de change des monnaies participantes en fonction de cours pivots vis-à-vis de l'**écu**. Ces cours pivots servaient à établir une grille de cours pivots bilatéraux entre les monnaies participantes. Les taux de change pouvaient varier de part et d'autre des cours pivots bilatéraux à l'intérieur de marges de fluctuation. Les cours pivots pouvaient être ajustés, d'un commun accord entre tous les pays participant au MCE. Ce mécanisme a cessé d'exister au début de la **phase III** de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, avec la mise en place du **MCE II**.

MCE II (mécanisme de change II) [*ERM II (exchange rate mechanism II)*] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre la **zone euro** et les **États membres de l'UE** ne participant pas à cette zone dès le début de la **phase III** de l'**Union économique et monétaire (UEM)**. La participation au mécanisme est facultative. On attend néanmoins des États membres bénéficiant d'une dérogation qu'ils y adhèrent. Les interventions sur le marché des changes et le financement à la marge des bandes de fluctuation normales ou plus étroites sont, en principe, automatiques et illimités, un financement à très court terme étant disponible. La **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales hors zone euro participantes pourraient, toutefois, suspendre les interventions automatiques si celles-ci devaient se révéler incompatibles avec leur objectif principal de maintien de la **stabilité des prix**.

Mécanisme de transmission de la politique monétaire (*monetary policy transmission mechanism*) : processus par lequel les décisions de politique monétaire agissent sur l'économie en général et le niveau des prix en particulier.

Ménages (*households*) : un des secteurs institutionnels du **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**. Le secteur des ménages comprend les individus ou groupes d'individus en tant que consommateurs mais aussi, le cas échéant, en tant qu'entrepreneurs (c'est-à-dire des entreprises individuelles ou des sociétés de personnes). Conformément au SEC 95, les institutions sans but lucratif au service des ménages constituent un secteur institutionnel distinct bien qu'elles soient souvent regroupées avec les ménages.

Monnaie fiduciaire (*currency in circulation*) : elle comprend les billets et les pièces en circulation qui sont couramment utilisés pour effectuer des paiements. Depuis le début 2002, la monnaie fiduciaire de la **zone euro** englobe les billets émis par l'**Eurosystème** et par d'autres **institutions financières monétaires (IFM)** ainsi que les pièces émises par les administrations centrales de la zone euro, libellés en euros et dans les anciennes monnaies nationales, bien que l'euro constitue la seule monnaie ayant cours légal dans l'ensemble de la zone depuis le 1^{er} mars 2002. Les billets libellés dans les anciennes monnaies nationales ne figurent plus dans les billets en circulation depuis le 1^{er} janvier 2003, que ce soit dans les situations financières de l'**Eurosystème** ou à des fins statistiques. Il en va de même des pièces libellées dans les anciennes monnaies nationales. La monnaie fiduciaire figurant dans **M3** est un concept net, c'est-à-dire qu'il se rapporte uniquement aux billets et pièces en circulation qui sont détenus en dehors du secteur des IFM (la monnaie détenue par les IFM, appelée « encaisses », a été soustraite). En outre, la monnaie fiduciaire ne comprend pas les stocks de billets des banques centrales (étant donné qu'ils n'ont pas été mis en circulation) ni les pièces commémoratives (qui ne sont pas couramment utilisées pour effectuer des paiements).

Neutralité de la monnaie (*neutrality of money*) : principe économique fondamental selon lequel, à long terme, les variations de la masse monétaire se traduisent uniquement par une variation des variables nominales et non des variables réelles. Dès lors, les variations de la masse monétaire n'auront pas d'incidence à long terme sur les variables telles que la production en volume, le chômage ou les taux d'intérêt réels.

OPCVM monétaire (*money market fund*) : organisme de placement collectif dont les placements sont effectués principalement dans des instruments du marché monétaire et/ou d'autres titres de créance mobilisables dont l'échéance résiduelle est inférieure ou égale à un an et/ou dont l'objectif est d'offrir un rendement proche des taux du marché monétaire.

Opération de cession temporaire (*reverse transaction*) : opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un **accord de pension** ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.

Opération ferme (*outright transaction*) : toute opération d'achat ou de vente ferme de titres sur le marché (au comptant ou à terme).

Opération d'open market (open market operation) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. En fonction de leurs objectifs, régularité et procédures, les opérations d'open-market de l'**Eurosystème** peuvent être réparties en quatre catégories : les **opérations principales de refinancement**, les **opérations de refinancement à plus long terme**, les **opérations de réglage fin** et les **opérations structurelles**. Elles impliquent l'une des transactions suivantes : (1) achat ou vente ferme d'actifs (au comptant ou à terme) ; (2) achat ou vente d'actifs dans le cadre d'un **accord de pension** ; (3) prêt ou emprunt contre des actifs admis en **garantie** ; (4) émission de certificats de dette de banque centrale ; (5) reprises de liquidité en blanc ; ou (6) **swaps** de change euros contre devises.

Opération principale de refinancement (main refinancing operation) : opération d'open market effectuée par l'**Eurosystème** de manière régulière sous forme d'**opération de cession temporaire**. Les opérations principales de refinancement sont réalisées par voie d'**appels d'offres normaux** hebdomadaires. En 2003, le Conseil des gouverneurs a décidé qu'à compter de mars 2004, la durée de ces opérations serait ramenée de deux semaines à une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme (longer-term refinancing operation) : opération d'open market que l'**Eurosystème** effectue de manière régulière sous forme d'**opération de cession temporaire**. Les opérations de refinancement à plus long terme sont réalisées par voie d'**appels d'offres normaux** mensuels et sont normalement assorties d'une échéance de trois mois.

Opération de réglage fin (fine-tuning operation) : opération d'open market réalisée par l'**Eurosystème** de façon non régulière et principalement destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire.

Opération structurelle (structural operation) : opération d'open market que l'**Eurosystème** effectue principalement en vue de modifier la position structurelle de liquidité du secteur financier vis-à-vis de l'**Eurosystème**.

Option (option) : instrument financier qui donne au propriétaire le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre des actifs spécifiques (des obligations ou des actions, par exemple) à un cours préalablement fixé (prix d'exercice) au plus tard à une date ultérieure définie à l'avance (date d'exercice ou d'échéance). Une option d'achat donne au détenteur le droit d'acquérir l'actif sous-jacent à un prix d'exercice convenu, tandis qu'une option de vente lui donne le droit de le vendre à un prix d'exercice convenu.

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth pact) : se compose de deux règlements du **Conseil de l'UE** relatifs au « renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques » et à « l'accélération et la clarification de la mise en œuvre de la **procédure de déficit excessif** » et d'une Résolution du **Conseil européen** relative au Pacte de stabilité et de croissance adoptée le 17 juin 1997 lors du sommet d'Amsterdam. Plus précisément, des soldes budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent sont requis comme objectif à moyen terme devant permettre aux **États membres** de faire face à des fluctuations conjoncturelles

normales, tout en maintenant le déficit public sous la **valeur de référence** de 3 % du PIB. En vertu du Pacte de stabilité et de croissance, les États participant à l'UEM présentent chaque année des **programmes de stabilité**, tandis que les pays non participants continuent de soumettre des programmes annuels de convergence.

Parlement européen (*European Parliament*) : composé de 626 représentants des citoyens des **États membres**, il s'insère dans le processus législatif, mais avec des prérogatives qui varient selon les procédures d'adoption de la législation de l'UE. Dans le cadre de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le Parlement a essentiellement des compétences consultatives. Le **Traité** prévoit certaines procédures relatives à la responsabilité démocratique de la **Banque centrale européenne (BCE)** devant le Parlement (présentation du *Rapport annuel*, débat général sur la politique monétaire, auditions devant les commissions parlementaires compétentes).

Période de constitution des réserves (*maintenance period*) : période sur laquelle est calculé le respect par les **établissements de crédit** des obligations en matière de **réserves obligatoires**. La période de constitution des réserves obligatoires de l'**Eurosystème** est de un mois. En 2003, le Conseil des gouverneurs a décidé qu'à compter de mars 2004, la période de constitution des réserves ne débiterait plus le 24^e jour de calendrier d'un mois donné pour se terminer le 23^e jour de calendrier du mois suivant, mais débiterait le jour du règlement de la première opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire et se terminerait le jour précédant le jour de règlement correspondant du mois suivant.

Phase I, phase II, phase III (*Stage one, Stage two, Stage three*) : cf. **Union économique et monétaire (UEM)**

Prêts aux résidents de la zone euro (*loans to euro area residents*) : prêts, octroyés par les **institutions financières monétaires (IFM)**, qui ne s'appuient pas sur des documents négociables ou qui ne sont pas représentés par un document unique (devenu négociable). Cette catégorie comprend les prêts aux ménages, aux sociétés non financières et aux administrations publiques. Les prêts aux ménages peuvent revêtir la forme de crédits à la consommation (accordés pour la consommation personnelle de biens et de services), de prêts au logement (octroyés à des fins d'investissement immobilier, y compris la construction et les travaux d'amélioration du logement) et d'autres types de prêts (accordés à des fins de rééchelonnement de dettes, pour le financement des études, etc.) (cf. **créances sur les résidents de la zone euro**).

Prime de risque d'inflation (*inflation risk premium*) : compensation accordée aux investisseurs pour les risques liés à la détention d'actifs (en termes nominaux) à long terme.

Prise en pension [*repurchase operation (repo)*] : opération de cession temporaire destinée à fournir des liquidités et fondée sur un **accord de pension**.

Procédure de déficit excessif (*excessive deficit procedure*) : la disposition définie à l'article 104 du **Traité** et précisée dans le Protocole n°20 sur la procédure de déficit excessif impose aux **États membres** de l'UE de maintenir une discipline budgétaire, définit les critères sur la base desquels une position budgétaire est considérée comme une situation de déficit excessif et régit les mesures à prendre à la suite du constat de non-respect des conditions relatives à l'équilibre du budget ou à la dette publique. Cette disposition est complétée par un Règlement du **Conseil de l'UE** sur l'accélération et la clarification de la mise en œuvre de la procédure applicable en cas de déficit excessif, qui constitue un élément du **Pacte de stabilité et de croissance**.

Programmes de stabilité (*Stability programmes*) : plans à moyen terme des administrations publiques et estimations fournies par les pays de la **zone euro** concernant l'évolution des principales variables économiques, en vue de la réalisation de l'objectif à moyen terme, tel que défini dans le **Pacte de stabilité et de croissance**, d'un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent. Ces programmes présentent les mesures destinées à assainir les soldes budgétaires et les scénarios économiques sous-jacents. Les programmes de stabilité doivent être actualisés chaque année. Ils sont examinés par la **Commission européenne** et le **Comité économique et financier (CEF)**, dont les rapports servent de base à une évaluation par le **Conseil Ecofin**, centrée, en particulier, sur le point de savoir si l'objectif budgétaire à moyen terme du programme est conforme à une situation budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent et prévoit une marge de sécurité suffisante, permettant d'éviter un déficit excessif. Les pays n'ayant pas encore adopté l'**euro** doivent présenter chaque année des programmes de convergence, conformément au **Pacte de stabilité et de croissance**.

Projections (*projections*) : cf. **Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosysteme**

Projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosysteme (*Eurosystem staff projections*) : résultats de l'exercice de projection économique réalisé par les services de l'**Eurosysteme** sur les évolutions macroéconomiques possibles dans la zone euro et s'inscrivant dans le cadre de l'analyse économique.

Ratio de déficit (*deficit ratio*) : objet d'un des critères relatifs aux finances publiques servant à établir l'existence d'un déficit excessif et inscrits à l'article 104 (2) du **Traité**. Il est défini comme le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le produit intérieur brut aux prix du marché. Le déficit public est défini au Protocole n° 20 (sur la **procédure de déficit excessif**) comme le besoin net de financement des **administrations publiques**.

Ratio de la dette publique (*debt ratio*) : objet d'un des critères relatifs aux finances publiques servant à établir l'existence d'un déficit excessif et inscrits à l'article 104 (2) du **Traité**. Il est défini comme le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché, la dette publique étant définie au Protocole n° 20 (sur la **procédure de déficit excessif**) comme l'encours de la dette brute totale en valeur nominale en fin d'exercice, consolidée entre et au sein des secteurs composant les **administrations publiques**.

Réserves obligatoires (*reserve requirement*) : montant minimum de réserves qu'un **établissement de crédit** est tenu de détenir auprès de sa banque centrale. Dans le système de réserves obligatoires de l'**Eurosystème**, les réserves obligatoires d'un **établissement de crédit** sont calculées par multiplication du **taux de réserves** fixé pour chaque catégorie d'éléments de l'**assiette des réserves** par le montant relatif à ces éléments figurant au bilan de l'établissement. En outre, les établissements sont habilités à déduire un abattement forfaitaire de leurs réserves obligatoires.

Responsabilité (*accountability*) : obligation juridique et politique pour une institution indépendante d'expliquer et de justifier convenablement ses décisions aux citoyens et à leurs représentants élus, la rendant ainsi comptable de la réalisation de ses objectifs. La **Banque centrale européenne (BCE)** est responsable devant les citoyens européens et, de manière plus formelle, devant le **Parlement européen**.

Sociétés non financières (*non-financial corporations*) : un des secteurs institutionnels du **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**. Il regroupe les unités institutionnelles dont les opérations de répartition et les opérations financières sont distinctes de celles de leurs propriétaires. Les sociétés non financières recouvrent l'ensemble des entités dotées de la personnalité juridique qui sont des producteurs marchands et dont l'activité principale consiste à produire des biens et des services non financiers.

Stabilité des prix (*price stability*) : maintenir la stabilité des prix est l'objectif principal de l'**Eurosystème**. En octobre 1998, le **Conseil des gouverneurs** a publié une définition quantifiée de la stabilité des prix afin de donner une orientation claire aux anticipations relatives à l'évolution des prix et de répondre au principe de responsabilité. Le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix comme une progression de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % par an pour la **zone euro**. En mai 2003, le Conseil des gouverneurs a précisé que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Stratégie fondée sur une cible d'inflation (*inflation targeting*) : stratégie de politique monétaire qui a pour objectif de maintenir la **stabilité des prix** en mettant l'accent sur les écarts des prévisions d'inflation publiées par rapport à une cible d'inflation annoncée.

Stratégie fondée sur un objectif de croissance monétaire (*monetary targeting*) : stratégie de politique monétaire qui a pour objectif de maintenir la **stabilité des prix** en mettant l'accent sur les écarts de la croissance monétaire par rapport à une valeur-cible pré-annoncée.

Stratégie fondée sur un objectif de taux de change (*exchange rate targeting*) : stratégie de politique monétaire qui a pour objectif d'établir un niveau donné de taux de change (généralement stable, voire fixe) par rapport à une devise ou un groupe de devises.

Stratégie de politique monétaire (*monetary policy strategy*) : approche globale de la conduite de la politique monétaire. La stratégie de politique monétaire de la BCE comprend une définition quantifiée de l'objectif principal de stabilité des prix et un cadre analytique reposant sur deux piliers, l'analyse économique et l'analyse monétaire, sur lesquels le **Conseil des gouverneurs** fonde son évaluation d'ensemble des risques pesant sur la **stabilité des prix** et ses décisions de politique monétaire. Elle fournit également le cadre nécessaire pour expliquer les décisions de politique monétaire au public.

Swap (*swap*) : contrat permettant d'échanger des flux de trésorerie futurs selon une formule définie à l'avance (cf. **swap de change**).

Swap de change (*foreign exchange swap*) : échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme. L'**Eurosysteme** peut exécuter des opérations d'*open market* sous la forme de *swaps* de change par lesquels les banques centrales nationales [ou la **Banque centrale européenne (BCE)**] achètent ou vendent l'**euro** au comptant contre une devise et le revendent ou le rachètent simultanément à terme.

Système européen de banques centrales (SEBC) [*European System of Central Banks (ESCB)*] : constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des banques centrales nationales de chacun des **États membres** de l'UE, il comprend, outre les membres de l'**Eurosysteme**, les banques centrales nationales des États membres qui n'ont pas encore adopté l'**euro**.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [*European System of Accounts (ESA 95)*] : système de définitions et de classifications statistiques uniformes visant à fournir une description quantitative harmonisée des économies des **États membres**. Le SEC 95 est la version, propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux (SCN 93). Le SEC 95 est la version la plus récente du système européen, dont la mise en œuvre a débuté courant 1999, conformément au règlement du Conseil (CE) n°2223/96.

Système monétaire européen (SME) [*European Monetary System (EMS)*] : régime de change instauré en 1979 conformément à la résolution du **Conseil européen** du 5 décembre 1978. Ses procédures de fonctionnement ont été définies dans l'accord du 13 mars 1979 conclu entre les banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne (CEE). L'objectif était de favoriser une coopération monétaire plus étroite entre pays de la Communauté, afin d'aboutir à une zone de stabilité monétaire en Europe. Les principales composantes du SME étaient l'**écu**, le mécanisme de change et d'intervention (**MCE**) et divers mécanismes de crédit. Il a cessé d'exister au début de la **phase III** de l'**Union économique et monétaire (UEM)** avec la mise en place du **MCE II (mécanisme de change II)**.

Target (Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) [*TARGET (trans-european automated real-time gross settlement express transfer system)*] : système de paiement composé d'un système de règlement brut en temps réel (RBTR) dans chacun des **États membres** de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE. Les systèmes RBTR nationaux et

le mécanisme de paiement de la BCE sont reliés entre eux au moyen de procédures communes (mécanisme d'interconnexion) de manière à permettre le passage, d'un système à l'autre, des transferts transfrontières à travers l'Union européenne.

Taux d'activité (*labour force participation rate*) : rapport entre la population active et la population totale en âge de travailler. La population en âge de travailler correspond normalement aux personnes âgées de 15 à 64 ans. La population active comprend à la fois les salariés et les chômeurs.

Taux de change effectifs (nominaux/réels) (TCE) [*effective (nominal/real) exchange rates (EERs)*] : les taux de change effectifs nominaux sont une moyenne (géométrique) pondérée de différents taux de change bilatéraux. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts. La **Banque centrale européenne (BCE)** calcule les indices de TCE nominal de l'euro par rapport aux devises d'un groupe restreint et d'un groupe élargi de partenaires commerciaux de la **zone euro**. Depuis janvier 2001, le groupe restreint se compose de 12 partenaires commerciaux, industrialisés et récemment industrialisés, et le groupe élargi de 38 partenaires commerciaux. Les indices de TCE réel de l'euro sont calculés en utilisant différentes mesures de prix et de coûts.

Taux de change effectifs nominaux (*nominal effective exchange rates*) : cf. **taux de change effectifs (nominaux/réels)**

Taux de change effectifs réels (*real effective exchange rates*) : cf. **taux de change effectifs (nominaux/réels)**

Taux directeurs de la BCE (*key ECB interest rates*) : taux d'intérêt reflétant l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne (BCE)** et fixés par le **Conseil des gouverneurs**. Les taux directeurs de la BCE sont le taux d'intérêt appliqué aux **opérations principales de refinancement** (le taux des **appels d'offres à taux fixe** et le taux de soumission minimal des **appels d'offres à taux variable**), le taux d'intérêt de la **facilité de prêt marginal** et le taux de la **facilité de dépôt**.

Taux de réserves (*reserve ratio*) : coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments du bilan inclus dans l'**assiette des réserves**. Ces coefficients servent à calculer les **réserves obligatoires**.

Taux de soumission minimal (*minimum bid rate*) : taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner dans le cadre des **appels d'offres à taux variable** (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Titres de créance (*debt securities*) : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates futures déterminées à l'avance. Les revenus du détenteur de titres de créance sont par conséquent constitués des paiements de coupon et de la différence entre le prix d'acquisition et son cours de marché en cas de vente ou sa valeur de remboursement. Ces titres sont négociables et peuvent

être échangés sur des marchés secondaires mais ils ne donnent à leur porteur aucun droit de propriété sur l'émetteur. Les instruments du marché monétaire et, en principe, les placements privés sont inclus dans les statistiques de la **Banque centrale européenne (BCE)** relatives aux titres de créance.

Traité (Treaty) : ce terme désigne le traité instituant la Communauté européenne. Signé à Rome le 25 mars 1957, le traité est entré en vigueur le 1^{er} janvier 1958. Il a institué la Communauté économique européenne (CEE), qui est devenue la Communauté européenne (CE), et est souvent désigné sous le terme de « traité de Rome ». Le traité sur l'Union européenne (couramment appelé « traité de Maastricht ») a été signé le 7 février 1992, et est entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993. Il a modifié le traité portant création de la Communauté européenne et institué l'Union européenne. Le « traité d'Amsterdam », signé à Amsterdam le 2 octobre 1997, est entré en vigueur le 1^{er} mai 1999. Il a modifié tant le traité instituant la Communauté européenne que le traité sur l'Union européenne. De même, le « traité de Nice », qui a clos la Conférence intergouvernementale de 2000, a été signé le 26 février 2001 et est entré en vigueur le 1^{er} février 2003, modifiant tant le traité instituant la Communauté européenne que le traité sur l'Union européenne.

Traité de Maastricht (Maastricht Treaty) : cf. **Traité**

Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)] : le **Traité** distingue trois étapes dans le processus d'Union économique et monétaire de l'Union européenne. La phase I de l'UEM a commencé en juillet 1990 et s'est achevée le 31 décembre 1993. Elle a essentiellement été caractérisée par la levée de tous les obstacles internes à la libre circulation des capitaux au sein de l'Union européenne. La phase II de l'UEM, qui a débuté le 1^{er} janvier 1994, a notamment comporté la création de l'**Institut monétaire européen (IME)**, l'interdiction du financement du secteur public par les banques centrales et de son accès privilégié aux institutions financières, ainsi que la nécessité d'éviter les déficits publics excessifs. La phase III a démarré le 1^{er} janvier 1999, avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne (BCE)** et l'introduction de l'euro.

Valeur de référence pour la croissance monétaire (reference value for monetary growth) : afin d'évaluer les évolutions monétaires, le **Conseil des gouverneurs** a annoncé une valeur de référence pour l'agrégat monétaire large **M3**. Cette valeur de référence correspond au taux de croissance de M3 jugé compatible avec la **stabilité des prix** à moyen terme. Elle est calculée d'une façon qui soit compatible avec le maintien de la stabilité des prix et qui serve la réalisation de cet objectif tel que défini par le **Conseil des gouverneurs**, et ce, à partir des hypothèses de moyen terme concernant la croissance tendancielle du PIB en volume et la vitesse de circulation tendancielle de M3. Des écarts importants ou persistants de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques à moyen terme pour la stabilité des prix. Néanmoins, la politique monétaire ne réagit pas de façon mécanique aux écarts de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence.

Valeur de référence pour la situation budgétaire (*reference value for the fiscal position*) : le protocole n° 20 du **Traité** relatif à la **procédure de déficit excessif** fixe des valeurs de référence explicites pour le **ratio de déficit public** (3 % du PIB) et le **ratio de la dette publique** (60 % du PIB) (cf. **Pacte de stabilité et de croissance**).

Zone euro (*euro area*) : zone englobant les **États membres** dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au **Traité**, et dans lesquels est menée une politique monétaire unique, sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne (BCE)**. En 2003, la zone euro comprenait la Belgique, l'Allemagne, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.

BIBLIOGRAPHIE

CHAPITRE 1

Publications officielles de la BCE

« L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales (SEBC) », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 1999

« Le cadre institutionnel du Système européen de banques centrales », *Bulletin mensuel* de la BCE, juillet 1999

« L'adaptation des modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 2003

Rapports annuels, BCE (1999 à 2003)

Autres documents

« Rapport sur la convergence 1998 », IME, mars 1998

« The euro goes East », présentation effectuée par T. Padoa-Schioppa à la Dubrovnik Economic Conference, huitième conférence, 29 juin 2002

« The completion of the changeover to the euro », discours prononcé par L. Papademos lors de l'Euro Information Conference à Athènes, 17 octobre 2001

« The law of the European Central Bank », par C. Zilioli et M. Selmayr, Oxford Press, 2001

CHAPITRE 2

Publications officielles de la BCE

« La zone euro au début de la phase III », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 1999

« Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term », BCE, février 1999

« L'activité bancaire dans la zone euro : les caractéristiques et les tendances structurelles », *Bulletin mensuel* de la BCE, avril 1999

« La mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 1999

« Les bilans des institutions financières monétaires de la zone euro au début de 1999 », *Bulletin mensuel* de la BCE, août 1999

« La zone euro un an après l'introduction de l'euro : principales caractéristiques et modifications de la structure financière », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 2000

« Le commerce extérieur de l'économie de la zone euro : principales caractéristiques et tendances récentes », *Bulletin mensuel* de la BCE, août 2000

« La zone euro après l'entrée de la Grèce », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 2001

« Les caractéristiques du mode de financement des entreprises dans la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, février 2001

« Le financement et les placements financiers des agents non financiers de la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 2001

« L'épargne, le financement et l'investissement au sein de la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, août 2002

« Report on financial structures », BCE, octobre 2002

« Structural factors in the EU housing markets », BCE, mars 2003

« Money market study 2002 », BCE, novembre 2003

Autres documents

« The effective exchange rates of the euro », par L. Buldorini, S. Makrydakis et C. Thimann, Études concernant des sujets spécifiques n° 2, BCE, février 2002

« The transformation of the European financial system », rédacteurs en chef : V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen, deuxième conférence de la BCE sur l'activité de banque centrale, juin 2003

« Labour force developments in the euro area since the 1980s », par V. Genre et R. Gómez-Salvador, Études concernant des sujets spécifiques n° 4, BCE, juillet 2002

« The volatility of financial markets », discours prononcé par G. Tumpel-Gugerell, Encuentro Financiero Internacional, troisième rencontre, Caja Madrid, Madrid, 1^{er} et 2 juillet 2003

« The impact of the euro on money and bond markets », par J. Santillán, M. Bayle et C. Thygesen, Études concernant des sujets spécifiques n°1, BCE, juillet 2000

CHAPITRE 3

Publications officielles de la BCE

« La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 1999

« Les agrégats monétaires de la zone euro et leur rôle pour la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la BCE, février 1999

« Statistical information collected and compiled by the ESCB », BCE, mai 2000

« La transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, juillet 2000

« Statistical requirements of the ECB in the field of general economic statistics », BCE, août 2000

« Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel* de la BCE, novembre 2000

« L'établissement de statistiques économiques générales pour la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, avril 2001

« Le cadre et les instruments d'analyse monétaire », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 2001

« A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises », rapport de la BCE, juin 2001

« Les problèmes soulevés par les règles de politique monétaire », *Bulletin mensuel* de la BCE, octobre 2001

« Le marché des actions et la politique monétaire », *Bulletin mensuel* de la BCE, février 2002

« Les conclusions récentes sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, octobre 2002

« La responsabilité de la BCE », *Bulletin mensuel* de la BCE, novembre 2002

« La transparence de la politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel* de la BCE, novembre 2002

« Les résultats de l'évaluation par la BCE de sa stratégie de politique monétaire », *Bulletin mensuel* de la BCE, juin 2003

« Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications », BCE, septembre 2003

Autres documents

- « Monetary policy transmission in the euro area », rédacteurs en chef : I. Angeloni, A. K. Kashyap et B. Mojon, Cambridge University Press, 2003
- « Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth », par C. Brand, D. Gerdesmeier et B. Roffia, Études concernant des sujets spécifiques n° 3, BCE, mai 2002
- « Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP », par G. Camba-Mendez, V. Gaspar et M. Wynne, résumé et conclusion d'un atelier CEPR/BCE sur les problèmes de mesure inhérents aux indices de prix, juillet 2002
- « The ECB's quantitative definition of price stability and its comparison with such definitions or inflation targets applied in other large economic areas », lettre du président de la BCE, W. Duisenberg, à la présidente de la Commission économique et monétaire, Christa Randzio-Plath, 16 octobre 2001
- « The ECB's monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability », lettre du président de la BCE, W. Duisenberg, à la présidente de la Commission économique et monétaire, Christa Randzio-Plath, 13 décembre 2001
- « The importance of Eurostat for the monetary policy of the European Central Bank », discours prononcé par E. Domingo-Solans aux rencontres universitaires organisées à l'occasion du 50^e anniversaire de l'Office statistique des communautés européennes, Luxembourg, 16 mai 2003
- « Official statistics for a global economy », discours prononcé par E. Domingo-Solans lors de la 54^e session de l'International Statistical Institute, Berlin, 20 août 2003
- « Why price stability ? », rédacteurs en chef : A. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan et B. Winkler, première conférence de la BCE sur l'activité de Banque centrale, juin 2001
- « The Eurosystem: Transparent and Accountable », par O. Issing, *Journal of Common Market Studies*, vol. 37 (3) p. 503-519, 1999
- « The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation », par O. Issing, *Kredit und Kapital*, vol. 15, p. 353-388, 2000
- « Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy », rédacteur en chef : O. Issing, novembre 2003
- « Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank », par O. Issing, V. Gaspar, I. Angeloni et O. Tristani, 2001
- « Monetary analysis: Tools and applications », rédacteurs en chef : H.-J. Klöckers et C. Willeke, débats d'un séminaire BCE, août 2001
- « Asset price bubbles and their implications for monetary policy and financial stability », discours d'introduction prononcé par J.-C. Trichet lors de l'Asset Price Bubbles conference à la Banque fédérale de réserve de Chicago, Chicago/I11., 23 avril 2002
- « The ECB monetary strategy after the evaluation and clarification of May 2003 », discours prononcé par J.-C. Trichet, Center for Financial Studies' key event, Francfort, 20 novembre 2003

CHAPITRE 4

Publications officielles de la BCE

« Le cadre opérationnel de l'Eurosystème : description et première évaluation », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 1999

« Le passage à la procédure d'appels d'offres à taux variable pour les opérations principales de refinancement », *Bulletin mensuel* de la BCE, juillet 2000

« Le dispositif de garanties de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la BCE, avril 2001

« Le comportement en matière de soumission des contreparties aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la BCE, octobre 2001

« La gestion de la liquidité par la BCE », *Bulletin mensuel* de la BCE, mai 2002

« Les modifications du cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la BCE, août 2003

« La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème », BCE, janvier 2004

Autres documents

« The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months », par U. Bindseil et F. Seitz, Document de travail de la BCE n° 44, février 2001

« The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem », par D. Blenck, H. Hasko, S. Hilton et K. Masaki, publié par la BRI, BIS papers n° 9, 2001

« How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence », par S. Ejerskov, C. Martin Moss et L. Stracca, Document de travail de la BCE n° 244, juillet 2003

« The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy », par M. Manna, H. Pill et G. Quirós, *International Finance*, 4^e édition (1), 2001

CHAPITRE 5

Publications officielles de la BCE

Pour une information détaillée sur les décisions de politique monétaire de la BCE, se reporter aux sources officielles suivantes :

- Déclarations introductives aux conférences de presse du président de la BCE
- Éditoriaux du *Bulletin mensuel* de la BCE
- Déclarations du président devant la Commission économique et monétaire du Parlement européen
- *Rapports annuels* de la BCE

Autres documents

Rapports des services du FMI sur les politiques de la zone euro dans le cadre des consultations avec les pays de la zone euro au titre de l'Article IV

« The ECB's monetary policy: experience after the first year », par O. Issing, *Journal for Policy Modelling*, vol. 22 (3), p. 325-343, 2000

« The euro - the experience of the past 2 years », par O. Issing, *Journal of Asian Economics*, vol. 12, p. 1-20, 2001

Enquêtes économiques de l'OCDE sur la zone euro

INDEX

- Accord de pension 37-38, 79, 82, 88, 111
- Accord de taux futur, 111
- Actif de niveau 1, 80, 111
- Actif de niveau 2, 80, 111
- Administrations publiques 21-24, 111
- Agrégats monétaires 36-38, 66, 111, 114
- Anticipations d'inflation 46-52, 102
- Appel d'offres à taux fixe 84-87, 96, 111-112
- Appel d'offres à taux variable 85, 87, 89, 96, 112
- Appel d'offres normal 79, 85, 87, 90, 111
- Assiette des réserves 81-83, 112
- Banque centrale européenne 9-13, 108-109, 112
- Base monétaire 41, 75, 81-82, 112
- Bilan consolidé du secteur des IFM 36-39, 112
- Chocs économiques 45, 50, 55, 97
- Comité économique et financier (CEF) (cf. Conseil de l'UE) 112
- Commission européenne 13, 23-24, 107, 109, 113
- Communauté économique européenne (CEE) 107
- Conseil (cf. Conseil de l'UE)
- Conseil de l'UE 13, 23-24, 70, 109, 113
- Conseil des gouverneurs de la BCE 11, 44, 113
- Conseil Ecofin 13, 113
- Conseil européen 101
- Conseil général de la BCE 11-12, 113
- Contrat à terme sur instruments financiers 113
- Contrepartie 35, 79, 80, 88 113
- Cours pivot bilatéral 113
- Coût d'opportunité 65, 114
- Crédibilité 42, 46-49, 70, 96, 106
- Crédit 35-36, 61, 65, 66, 88, 114
- Critères de convergence 9, 109, 114
- Déflation 42-43, 52-55, 114
- Degré d'ouverture 114
- Demande de monnaie 58, 114
- Dépôts à terme 37-38, 82, 115
- Dépôts à vue 37-38, 115
- Dépôts remboursables avec préavis 37, 114
- Directoire de la BCE 11, 109, 115
- Écart de production 115
- Élargissement de l'UE 11, 115
- Établissements de crédit 35-40, 76-96, 116
- État membre 9, 11, 107-109, 116
- Euro 9, 116
- Eurostat 52-53-55, 61, 116
- Eurosystème 9-13, 116
- Facilité de dépôt 75, 78, 99, 90-91, 104, 105, 116
- Facilité de prêt marginal 78, 116
- Facilité permanente 77-78, 90-91, 116
- Fonds de pension 28, 40, 117
- Garanties 46, 79-80, 88, 117
- Grandes orientations des politiques économiques (GOPE) 24, 117
- Indépendance de la banque centrale 12, 69, 117
- Indicateurs avancés 67, 117
- Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) 52-54, 117
- Inflation 42, 52-56, 117
- Institut monétaire européen (IME) 53, 108-109, 117
- Institutions financières monétaires (IFM) 35-39, 117
- Investissement 46
- M1, 37, 68, 99, 103, 118
- M2, 37, 118
- M3, 37-38, 66-68, 100, 103, 118
- Marché boursier (cf. marché d'actions)
- Marché d'actions 33-34, 118
- Marché d'instruments dérivés 30, 118
- Marché des titres de créance 32-33
- Marché monétaire 58, 118
- Marché obligataire 33, 118
- Marchés de capitaux 26-27, 30-35, 62 118

Marchés financiers 26, 30, 100
 MCE 109, 118
 MCE II 108, 118
 Mécanisme de transmission de la politique monétaire 44-50, 119
 Ménages 22, 45-46, 119
 Monnaie fiduciaire 37-38, 119
 Neutralité de la monnaie 41, 119
 OPCVM monétaires 27, 35-38, 119
 Opération de cession temporaire 77-78, 119
 Opération de refinancement à plus long terme 77, 87, 120
 Opération de réglage fin 77, 87-89, 120
 Opération ferme 88, 119
 Opération principale de refinancement 78, 84-87, 120
 Opération structurelle 77, 89-90, 120
 Opérations d'*open market* 77-78, 84-90, 120
 Option 30, 120
 Pacte de stabilité et de croissance 21, 23, 108, 120
 Parlement européen 13, 70-72, 121
 Période de constitution des réserves 82, 84, 121
 Phase III de l'UEM [cf. Union économique et monétaire (UEM)], 23, 108, 109
 Prêts 26-29, 35-40, 98-102, 121
 Prévisibilité 71
 Prime de risque d'inflation 42, 121
 Prise en pension (repo) 121
 Procédure de déficit excessif, 23, 122
 Programmes de stabilité 23, 122
 Projections des experts de l'Eurosystème 63-64, 122
 Ratio de déficit 23, 122
 Ratio de la dette publique 23, 122
 Réserves obligatoires 81-84, 122
 Responsabilité 13, 52, 69-70, 123
 Rigidités nominales à la baisse 56
 Risques pesant sur la stabilité des prix 56-57, 65-66, 97-106
 Sociétés non financières 33, 123
 Stabilité des prix 9-13, 41-56, 97, 123
 Stratégie de politique monétaire 41-69, 123
 Stratégie fondée sur un objectif de croissance monétaire 58, 71, 123
 Stratégie fondée sur un objectif de taux de change 58, 123
 Stratégie fondée sur une cible d'inflation 58, 71, 123
Swap (cf. *swap* de change)
Swap de change 88-89, 124
 Système européen de banques centrales (SEBC) 9, 108, 124
 Système européen de comptes 1995 (SEC 95) 124
 Système monétaire européen (SME) 124
Target 31, 124-125
 Taux d'activité 20, 125
 Taux de change effectifs 99, 125
 Taux de change effectifs nominaux (cf. taux de change effectifs)
 Taux de change effectifs réels (cf. taux de change effectifs)
 Taux de réserves 81-83, 125
 Taux de soumission minimal 85, 87, 96, 102, 104, 105, 125
 Taux directeurs de la BCE 81, 97-106, 125
 Taux interbancaire offert en euros (Euribor) 31, 126
 Taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) 31, 80, 84, 126
 Titres de créance 32-40, 82, 125
 Traité 9-16, 23-24, 43-44, 51-52, 69-70, 73, 107-109, 126
 Traité de Maastricht (cf. Traité)
 Transparence 13, 42, 52, 69-73
 Union économique et monétaire (UEM) 11, 107-109, 126
 Unité de compte européenne (Écu) 102, 126
 Valeur de référence pour la croissance monétaire 64-68, 126
 Valeur de référence pour la situation budgétaire 23, 127
 Zone euro 9, 127

